

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA
OSTRAVA

EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Stanovení hodnoty podniku pomocí vybraných metod
Determinativ of the company value by selected methods

Student: Bc. Zuzana Opletalová

Vedoucí bakalářské práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová.

Ostrava 2012

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra financí

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Zuzana Opletalová**
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202T010 Finance
Specializace: 00 Finance
Téma: Stanovení hodnoty podniku pomocí vybraných metod
Determination of the Company Value by Selected Methods

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Přístupy a metody stanovení hodnoty podniku
3. Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku
4. Zhodnocení dosažených výsledků
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Express, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

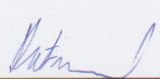
Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

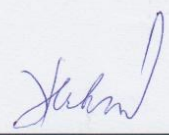
Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 25.11.2011

Datum odevzdání: 27.04.2012




Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci, včetně příloh, vypracovala samostatně.
Přílohy 1 až 4 jsem upravila na základě výročních zpráv, které mi byly dány k dispozici.

V Ostravě dne 27. 4. 2012

.....
Bc. Zuzana Opletalová

Obsah

| | | |
|-------|---|----|
| 1 | Úvod..... | 5 |
| 2 | Přístupy a metody stanovení hodnoty podniku | 7 |
| 2.1 | Kategorie hodnoty podniku | 7 |
| 2.2 | Postup při oceňování podniku | 9 |
| 2.2.1 | Sběr vstupních dat | 9 |
| 2.2.2 | Analýza dat..... | 9 |
| 2.2.3 | Finanční plán podniku | 19 |
| 2.3 | Náklady kapitálu | 21 |
| 2.4 | Metody ocenění podniku..... | 24 |
| 2.4.1 | Výnosové metody..... | 25 |
| 2.4.2 | Fázové metody | 28 |
| 2.4.3 | Majetkové metody..... | 33 |
| 2.4.4 | Kombinované metody | 33 |
| 2.4.5 | Komparativní metody..... | 34 |
| 2.5 | Analýza citlivosti..... | 35 |
| 3 | Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku..... | 37 |
| 3.1 | Základní údaje o společnosti | 37 |
| 3.2 | Vznik společnosti | 38 |
| 3.3 | Současnost..... | 39 |
| 3.4 | Strategická analýza..... | 40 |
| 3.4.1 | Analýza makroprostředí | 40 |
| 3.4.2 | Analýza mikroprostředí..... | 44 |
| 3.5 | Finanční analýza..... | 48 |
| 3.5.1 | Horizontální analýza | 48 |
| 3.5.2 | Vertikální analýza | 51 |
| 3.5.3 | Analýza poměrových ukazatelů | 54 |
| 3.5.4 | SWOT analýza | 59 |
| 3.6 | Finanční plán | 60 |
| 3.6.1 | Plán výkazu zisku a ztráty | 60 |
| 3.6.2 | Plán rozvahy..... | 65 |
| 3.6.3 | Plán výkazu cash – flow | 70 |
| 3.6.4 | Stanovení nákladů kapitálu | 72 |

| | | |
|-------|--|----|
| 3.6.5 | Stanovení hodnoty podniku vybranými metodami | 74 |
| 4 | Zhodnocení dosažených výsledků..... | 77 |
| 5 | Závěr..... | 80 |
| | Seznam použité literatury | 82 |
| | Seznam zkratek | 85 |
| | Prohlášení o využití výsledků diplomové práce | |
| | Seznam příloh | |
| | Přílohy | |

1 Úvod

Oceňování podniku je v České republice poměrně mladou oblastí finančního řízení firmy. Její potřeba se znovu objevila v souvislosti s transformací ekonomiky. Stát tak, v době, kdy byl výhradním vlastníkem většiny českých podniků, usiloval o transformaci vlastnických vztahů. V rámci privatizačního procesu tedy docházelo k přechodu na soukromé vlastnictví, čímž vznikla potřeba znalosti nejen účetních hodnot aktiv, ale i tržní hodnoty firmy, jež je důležitá nejen pro akcionáře oceňované firmy, ale i potenciální investory a věřitele.

V současné době v podmínkách adaptace podnikové sféry na měnící se podmínky na trhu důležitost oceňování firem nijak neoslabuje. Naopak v období globalizace a sílící konkurence dochází k nárůstu významu ocenění společností nejen pro taktické, ale i strategické řízení firmy. Neustále je však nutné mít na paměti, že neexistuje žádná objektivní hodnota podniku, neboť ta je vždy závislá na vývoji daného hospodářství a mnoha dalších faktorech, jimiž jsou např. účel ocenění, zkušenost a subjektivní názor odhadce či kvalita a dostupnost informací. Proto je vhodné při stanovení hodnoty firmy vycházet z více metod ocenění.

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty společnost AVL Moravia s. r. o. k 1. 1. 2011 vybranými výnosovými metodami pro účely vlastníka společnosti.

Diplomová práce bude rozdělena do tří hlavních částí. První část bude zaměřena na teoretické základy stanovení hodnoty firmy. Bude zde vymezen doporučený postup při oceňování podniku včetně bližšího popisu jednotlivých kroků. Pozornost bude věnována zejména jednotlivým metodám ocenění podniku. Součástí kapitoly bude rovněž vymezení a způsoby stanovení nákladů kapitálu a citlivostní analýza.

Ve druhé části bude provedena praktická aplikace teoretických poznatků z předchozí kapitoly. V úvodu bude představena společnost AVL Moravia s. r. o., její historie a současný vývoj. Součástí bude také strategická analýza zaměřená na vývoj vybraných indikátorů makroprostředí a mikroprostředí. Finanční zdraví firmy bude posouzeno prostřednictvím ukazatelů finanční analýzy zaměřené zejména na poměrové ukazatele. Na základě strategické a finanční analýzy bude sestavena SWOT analýza zahrnující silné a slabé stránky podniku, příležitosti a hrozby. Poté bude sestaven dlouhodobý finanční plán, který je základním východiskem pro stanovení hodnoty firmy výnosovými metodami. Následně budou vymezeny náklady kapitálu pomocí stavebnicové metody Ministerstva průmyslu

a obchodu. Na závěr bude stanovena hodnota společnosti metodou *DCF-Equity* a analytickou metodou čistých kapitalizovaných zisků.

Poslední kapitola bude věnována zhodnocení dosažených výsledků. Bude zde také provedena citlivostní analýza a stanoveny meze, v nichž by se hodnota firmy měla pohybovat.

2 Přístupy a metody stanovení hodnoty podniku

Předpokladem každého ocenění je mít jasnou představu o tom, co oceňujeme a k jakému účelu má toto ocenění sloužit. V této části proto budou vymezena obecná východiska ocenění podniku. Konkrétně zde bude charakterizován podnik a kategorie hodnoty podniku, postup ocenění a popis metod ocenění. Celá tato kapitola vychází zejména z knižní publikace Dluhošová (2010) a Mařík (2011).

2.1 Kategorie hodnoty podniku

Podnik je v různých literaturách definován odlišně. Pro účely ocenění má však největší význam definice uvedená v § 5 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, který definuje podnik jako: *„soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná“*, Mařík (2011).

Takto vymezený podnik je však třeba doplnit o závazky všeho druhu, jež tvoří nezbytnou součást podnikání. K mylné představě může vést výraz „soubor“, který zavádí k představě, že je podnik soubor majetkových položek, a proto by měl být také tak oceňován. Na podnik je však nutné nahlížet jako na funkční celek, který má schopnost přinášet užitek a generovat výnos v současnosti i v budoucnosti.

Podnik je možné oceňovat na dvou různých hladinách hodnoty.

Brutto hodnota vyjadřuje hodnotu podniku jako celku. Vyjadřuje tedy jak hodnotu pro vlastníky, tak pro věřitele. V zákoně č. 513/1991 Sb., obchodním zákoníku v § 6, odst. 1) nalezneme tento pojem pod označením obchodní majetek a je definován takto: *„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“*, Mařík (2011)

Netto hodnotou rozumíme ocenění podniku na úrovni vlastníků podniku. V zákoně č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku v § 6, odst. 3) je definována jako čistý obchodní majetek takto: *„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“*, Mařík (2011).

Současně je rozlišováno několik kategorií hodnoty podniku. Jedná se o tržní ocenění, které nám odpovídá na otázku, jakou hodnotu má podnik pro konkrétního kupujícího a tuto hodnotu lze považovat za nespornou. Z tohoto pohledu lze tedy rozlišovat:

- tržní hodnotu,
- subjektivní (investiční) hodnotu,
- objektivizovanou hodnotu a
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

Tržní hodnota je založena na existenci trhu s podniky, případně trhu s podíly na vlastním kapitálu podniků. Tržní cena je pak vytvářena na trhu, kde se střetává více kupujících a více prodávajících. Předmětem odhadu je tedy potenciální tržní cena označovaná jako tržní hodnota. Tento přístup je vhodné užít při uvádění podniku na burzu či prodeji podniku v případě, že dosud není znám konkrétní kupující.

Subjektivní hodnota je z převážné části dána subjektivními názory a představami účastníků transakce. Pojem subjektivní hodnota, tedy ocenění z pohledu konkrétního subjektu, se zavedl především v německé teorii a praxi. Oproti tomu se v Mezinárodním účetním standardu užívá označení investiční hodnota, která je definována takto: „*Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku*“, Mařík (2011). Subjektivní hodnotu je vhodné využít zejména při prodeji nebo koupi podniku, kdy daný subjekt potřebuje zjistit výhodnost dané transakce nebo při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.

Pojem *objektivizovaná hodnota* se začala používat po shodě německy mluvících zemí, které konstatovaly, že objektivní hodnota v podstatě neexistuje. Objektivizovanou hodnotu je schopen určit pouze profesionál, který v transakci nezohledňuje své subjektivní názory a postoje. Objektivizovaná hodnota by měla být zjišťována např. při poskytování úvěrů nebo při zjišťování současné reálné bonity podniku.

Kolínská škola je zastáncem subjektivního názoru, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, nýbrž na obecných funkcích. Těmito funkcemi je funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová.

2.2 Postup při oceňování podniku

Volba správného postupu stanovení hodnoty firmy je podřízena funkcím, které by toto ocenění mělo splnit. Obecně je však doporučován následující postup:

- sběr vstupních dat,
- analýza dat – strategická a finanční analýza,
- sestavení finančního plánu,
- ocenění – volba vhodných metod a ocenění dle vybraných metod.

2.2.1 Sběr vstupních dat

Pro správné ocenění jsou důležitá kvalitní data. Obecně se uvádí, že by mezi tato data měly patřit základní údaje o podniku (identifikace podniku, název, právní forma, IČ, předmět podnikání, majetkové účasti, řídicí struktura podniku a historický vývoj podniku), ekonomická data (účetní výkazy za předcházející období, výroční zprávy, zprávy auditorů a dlouhodobý plán podniku), vymezení relevantního trhu (vymezení trhu, na němž podnik působí, velikost tohoto trhu a jeho vývoj v čase, dále segmentace trhu a faktory vývoje), vymezení konkurence (zjištění hlavních konkurentů, možnost substituce produkce oceňovaného podniku, bariéry vstupu do odvětví), data o odbytu a marketingu (zjištění struktury výrobků, odběratelů, dodavatelů, ceny a cenová politika atp.).

2.2.2 Analýza dat

Součástí analýzy dat je strategická analýza, která zahrnuje analýzu makro a mikroprostředí, a finanční analýza, pomocí níž je hodnoceno finanční zdraví podniku a slouží pro sestavení finančního plánu, z něhož se vychází při stanovení hodnoty firmy. Na závěr analýzy dat je vhodné sestavit SWOT analýzu.

Strategická analýza

Strategickou analýzu lze označit za klíčovou část ocenění, neboť její hlavní funkcí je určit celkový výnosový potenciál podniku. Tento výnosový potenciál je přitom závislý na vnitřním a vnějším okolí.

Vnější okolí lze chápat jako šance a rizika, které nabízí podnikatelské prostředí daného podniku. Analýza se orientuje na vliv jednotlivých faktorů mikroprostředí a makroprostředí. Vnitřní potenciál pak znamená, do jaké míry je podnik schopen využít příležitosti nabízené trhem a jak dokáže čelit rizikům.

Analýza makroprostředí

Výkonnost jednotlivých podniků je podstatným způsobem ovlivňována vývojem makroprostředí. Proto je nezbytné provést analýzu vývoje v minulosti, současnosti a prognózu změn podmínek trhu v budoucnosti, neboť ty budou ovlivňovat fungování podniku.

Nejčastějšími faktory, které oceňovatel sleduje, je vývoj inflace, hrubý domácí produkt, nezaměstnanost, úrokové sazby a měnový kurz.

Inflace je faktor, který působí na všechny podniky bez ohledu na podnikatelskou činnost. Na podniku pak záleží, jak rychle dokáže reagovat na změny inflace. Nižší míra inflace pozitivně ovlivňuje ekonomický vývoj, neboť způsobuje růst reálných mezd a následně zvýšení poptávky po produkci podniku.

Hrubý domácí produkt patří k nejsledovanějším makroekonomickým ukazatelům, jelikož vypovídá o celkové hospodářské aktivitě. Slouží nejen pro meziroční srovnání ekonomické výkonnosti dané země, ale i pro mezinárodní srovnávání.

Nezaměstnanost ovlivňuje zejména nákladovost podniku. Jedná se především o mzdové náklady, které podnik může v období vysoké nezaměstnanosti snížit.

Analýza vývoje *měnového kurzu* je zásadní pro podniky s vysokým podílem exportu, přičemž by se podnik měl zaměřit na kurz měny, kterou obvykle využívá při obchodování se zahraničními partnery. Negativně na domácí výrobce působí zhodnocení měny, neboť se pro zahraniční odběratele stává naše zboží dražším, což následně způsobí pokles poptávky zahraničních výrobců po domácí produkci.

Úrokovými sazbami se centrální banky snaží ovlivnit ekonomický růst. V období recese tak snižují základní úrokové sazby, čímž dochází k podpoře podnikání, investiční výstavby a zejména přílivu zahraničního kapitálu, Kislingerová (1999).

Analýza mikroprostředí

Mikroprostředí představuje odvětví, do něhož podnik spadá. Při jeho analýze jsou identifikovány jeho základní charakteristiky a prognóza vývoje daného odvětví.

Mezi *základní charakteristiky odvětví* patří citlivost podniku na hospodářský cyklus, přičemž rozeznáváme cyklická odvětví, která kopírují hospodářský cyklus, neutrální odvětví, jež nereagují na hospodářský vývoj, a anticyklická odvětví reagující na hospodářský vývoj opačným směrem. Právě tato odvětví dosahují nejlepších výsledků v období hospodářské recese. Další charakteristikou odvětví je způsob regulace, čímž se myslí zejména regulace cen

či vytváření bariér pro vstup do odvětví. Významnou charakteristikou je struktura odvětví, na kterou působí pět dynamických konkurenčních faktorů, jimiž jsou:

- vstup nových konkurentů,
- hrozba nových výrobků nebo služeb,
- dohadovací schopnost kupujících,
- dohadovací schopnost dodavatelů,
- soupeření mezi stávajícími konkurenty.

Prognóza vývoje odvětví se zaměřuje na porovnání historického vývoje tržeb, zisků a cen akcií. Zpravidla jsou sledovány základní vývojové tendence spolu s inovačními procesy ovlivňující základní parametry růstu. Důležitým krokem je vhodné stanovení délky období, na které budou tržby prognózovány, neboť se zde musí projevit i očekávání z hlediska vývoje úrokových sazeb, měnových kurzů či politických událostí. Výsledky těchto prognóz jsou závislé na práci zkušených analytiků, jejichž výsledky jsou publikovány v odborném tisku a na internetových stránkách. Rozsáhlé odvětvové prognózy jsou zpracovávány Ministerstvem průmyslu a obchodu, Kislingerová (2001).

Finanční analýza

Finanční analýza je důležitou oblastí podnikového řízení. Její znalost by měla patřit k základnímu vybavení všech podnikových manažerů, neboť je součástí jejich každodenní práce nejen při strategickém a taktickém rozhodování o investicích a způsobu jejich financování, ale i jako zpráva o stavu a vývoji rizikových faktorů ve firmě. Hlavní úlohou finanční analýzy je tedy posouzení současného finančního zdraví podniku, rozbor příčin zjištěného stavu, určení hlavních faktorů způsobující nežádoucí vývoj a návrh na zlepšení situace.

Výstupem finanční analýzy je určení slabých stránek podniku, které by v budoucnosti mohly daný podnik negativně ovlivnit, a silných stránek, které může firma využít k dalšímu rozvoji.

Existuje mnoho metod finanční analýzy. Ty lze rozčlenit na deterministické metody, využívané pro analýzu vývoje odchylek pro menší počet období. Mezi tyto metody patří:

- analýza trendů (horizontální analýza),
- analýza struktury (vertikální analýza),
- poměrová analýza,
- analýza soustav ukazatelů,
- analýza citlivosti.

Méně používanými metodami jsou matematicko-stochastické metody vycházející z delších časových řad. Jejich výpočet je založen na exaktních metodách spolu s vyhodnocením statistické spolehlivosti výsledků.

V této kapitole jsou vymezeny základní metody finanční analýzy pro účely ocenění, které vycházejí zejména z publikací Dluhošová (2010) a Kislingerová (2007).

Zdroje informací pro finanční analýzu

Proto, aby provedená finanční analýza byla věrohodná a vypovídala o skutečné finanční situaci podniku, je důležité mít kvalitní informace. Základními informačními zdroji jsou především výkazy finančního účetnictví (výkazy externí) a výkazy vnitropodnikového účetnictví.

Výkazy finančního účetnictví poskytují přehled o stavu a struktuře majetku a zdrojů jeho krytí, o tvorbě a využití výsledku hospodaření a o pohybu peněžních toku externím uživatelům. Výkazy vnitropodnikového účetnictví, jejichž úprava záleží na konkrétním podniku, poskytují neveřejné informace dostupné jen podnikovému managementu.

Kromě těchto zdrojů informací podniky využívají i jiné, veřejně dostupné informace. Z tohoto důvodu se údaje pro finanční analýzu člení následovně:

- finanční informace (účetní výkazy, výroční zprávy, vnitropodnikové informace, prognózy, burzovní informace atp.),
- kvantifikovatelné nefinanční informace (statistiky produkce, odbytu, zaměstnanosti atd.) a
- nekvantifikovatelné informace (např. zprávy vedoucích pracovníků, manažerů, odborného tisku, nezávislá hodnocení), Dluhošová (2010).

Horizontální analýza

Horizontální analýza zkoumá změny absolutních položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty a jejich procentní změny v čase. Říká nám tedy, jaký je rozdíl mezi základním a běžným obdobím, což lze zapsat následovně

$$\Delta U_t = U_t - U_{t-1}, \quad (2.1)$$

$$\frac{\Delta U_t}{U_{t-1}} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

kde ΔU_t je absolutní změna, $\frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}$ je relativní změna a U_t je hodnota absolutní položky,

t je běžný rok a $t-1$ je rok předchozí.

Při analýze je vhodné brát v úvahu delší časové období (min. 5 až 10 let), vývoj a změny ekonomického prostředí např. daňové podmínky, změny podmínek na kapitálovém trhu či mezinárodní vlivy.

Vertikální analýza

Předmětem vertikální analýzy, též analýzy struktury, je vždy pouze jedno období, ve kterém je sledován podíl jednotlivých dílčích položek účetních výkazů ke zvolené základně. To lze vyjádřit pomocí následujícího vzorce

$$\text{Podíl na celku} = \frac{U_t}{\sum U_t}, \quad (2.3)$$

kde U_t je hodnota dílčí položky rozvahy nebo výkazu zisku a ztráty a $\sum U_t$ je velikost souhrnné položky.

Nejčastěji používanou základnou vertikální analýzy rozvahy bývá celková bilanční suma, což nám umožní zjistit, v jakých aktivech má podnik nejvíce vázaný kapitál a z jakých zdrojů tento majetek financuje. V případě analýzy výkazu zisku a ztráty se mohou zvolené základy jednotlivých podniků lišit. Obvykle však podniky volí celkové tržby podniku, s nimiž porovnávají jednotlivé nákladové a výnosové položky.

Výsledky vertikální analýzy slouží zejména pro srovnání s obdobnými podniky nebo celým oborem.

Analýza poměrových ukazatelů

Za účelem analýzy finančního zdraví podniku bylo zkonstruováno mnoho ukazatelů, z nichž právě poměrové ukazatele tvoří jejich jádro. Při jejich výpočtu vycházejí finanční analytici z finančně-účetních výkazů, které jsou běžně dostupné externím uživatelům.

Poměrové finanční ukazatele jsou vhodné nejen pro analýzu vývoje finanční situace podniku v čase, ale slouží také pro komparaci s konkurencí a celým oborem. Ukazatele členíme do čtyř základních skupin:

- ukazatele rentability,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele likvidity a
- ukazatele finanční stability a zadluženosti.

Ukazatele rentability

Pomocí ukazatelů rentability (označovaných též jako ukazatele výnosnosti či návratnosti vloženého kapitálu) měříme schopnost podniku vytvářet nové zdroje a celkovou úspěšnost činnosti podniku.

Ukazatele rentability dávají do poměru výsledek hospodaření a vybraný druh kapitálu, resp. tržby. Obecně platí, že by měli mít rostoucí tendenci, neboť vyjadřují, kolik korun zisku připadá na jednu korunu jmenovatele. Při jejich výpočtu bývají nejčastěji použity tyto kategorie zisku:

- EBIT (zisk před zdaněním a úroky) – slouží zejména pro mezipodnikové srovnávání,
- EBT (zisk před zdaněním) a
- EAT (čistý zisk).

Rentabilita aktiv ROA

Zásadním měřítkem výnosnosti podniku je ukazatel rentability aktiv, neboť dává do poměru zisk a celková aktiva bez rozlišení zdrojů pořízení tohoto majetku. Při jeho výpočtu se využívají různé kategorie zisku. Nejvhodnější je však využít zisk, který je očištěn o vliv daní a úroků, což umožňuje srovnat podniky s odlišnými daňovými a úrokovými podmínkami. Hodnotu ukazatele lze zjistit z následujícího vzorce

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva}, \quad (2.4)$$

kde *EBIT* je zisk před zdaněním a úroky.

Rentabilita vlastního kapitálu ROE

Rentabilita vlastního kapitálu vyjadřuje míru zhodnocení investovaného kapitálu. Hlavní zájem na růstu tohoto ukazatele mají především akcionáři, společníci a další investoři, kteří požadují, aby jeho vypočtená hodnota byla vyšší než u alternativní, stejně rizikové investice.

Ukazatel bývá často srovnáván s výnosností cenných papírů garantovaných státem. V případě, kdy dlouhodobě vykazuje hodnoty pod bezrizikovou sazbou na trhu, dochází k zániku podniku z důvodu požadavku investorů na vyšší výnosnost investice. Rentabilitu vlastního kapitálu určíme takto

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní\ kapitál}, \quad (2.5)$$

kde *EAT* je čistý zisk.

Rentabilita tržeb ROS

Ukazatel rentability tržeb není příliš vhodné využít pro mezipodnikové srovnání v důsledku odlišného vývoje jednotlivých odvětví. V rámci vnitropodnikového řízení však zaujímá významné postavení.

Stejně jako u předchozího ukazatele existují různé modifikace výpočtu, mění se s použitým ziskem. Za účelem vnitropodnikové analýzy je vhodné užít EBT. Chceme-li však tento ukazatel využít pro srovnání s jinými podniky, využijeme EBIT. Čistou ziskovost tržeb získáme použitím EATu.

$$ROS = \frac{EAT}{tržby}, \quad (2.6)$$

kde *EAT* je čistý zisk.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity vyjadřují intenzitu využití majetku managementem podniku. Měří tedy vázanost kapitálu v jednotlivých složkách aktiv a pasiv. V případě, kdy společnost disponuje příliš vysokými kapacitami aktiv, dochází k jejich neefektivnímu využívání a růstu nákladů. Naopak příliš nízká kapacita značí nízký růstový potenciál.

Jedná se o kombinované ukazatele, neboť dávají do vzájemného poměru jednotlivé položky rozvahy (majetek) a výkazu zisku a ztráty (tržby), Kislingerová (2007). Lze je vyjádřit jako rychlost obratu, která představuje dobu, za jakou se vybraný druh majetku přemění v tržby, nebo dobu obratu udávající dobu vázanosti majetku v podniku.

Doba obratu aktiv

Ukazatel doby obratu aktiv je nejkomplexnějším ukazatelem aktivity podniku, neboť vyjadřuje dobu, za kterou dojde k obratu aktiv ve vztahu k tržbám. Hodnota ukazatele je ovlivněna podílem fixních aktiv. Čím je jejich hodnota vyšší, tím je i doba obratu aktiv vyšší. Obecně platí, že by hodnota ukazatele měla být co nejnižší.

$$Doba\ obratu\ aktiv = \frac{celková\ aktiva \cdot 360}{tržby}. \quad (2.7)$$

Doba obratu zásob

Doba obratu zásob vyjadřuje intenzitu využití zásob, tedy dobu, po kterou jsou zásoby vázány v podniku do doby jejich spotřeby nebo prodeje. Podnik by měl udržovat dobu obratu zásob v takové výši, aby byla zajištěna plynulost výroby a aby byl schopen pružně reagovat na poptávku.

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby \cdot 360}{tržby} . \quad (2.8)$$

Doba obratu pohledávek

Ukazatel udává průměrnou splatnost pohledávek, tedy počet dní mezi vystavením faktur a inkasem plateb. Obecně se uvádí, že by se hodnota měla pohybovat na úrovni běžné doby splatnosti faktur. V případě, kdy dochází k neustálému překračování doby splatnosti, je nutné přezkoumat kázeň odběratelů.

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky \cdot 360}{tržby} . \quad (2.9)$$

Doba obratu závazků

Doba obratu závazků vyjadřuje průměrný počet dní, po které nejsou závazky uhrazeny, a podnik může tyto finanční prostředky využít k jiným aktivitám. Vyjadřuje tedy platební disciplínu podniku. Pozitivní je růst ukazatele, přičemž by mělo platit pravidlo solventnosti, kdy by doba obratu závazků měla být vyšší než doba obratu pohledávek.

$$Doba\ obratu\ závazků = \frac{závazky \cdot 360}{tržby} . \quad (2.10)$$

Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity vyjadřují schopnost podniku hradit své závazky. Dostatečná likvidita je nezbytná pro dlouhodobou existenci podniku na trhu. Ta se však dostává do protikladu s rentabilitou. Je-li podnik vysoce likvidní, nedochází ke zhodnocování finančních prostředků, neboť jsou tyto prostředky příliš vázány v oběžných aktivech, zásobách, pohledávkách a na účtech podniku.

Ukazatel celkové likvidity

Ukazatel celkové likvidity bývá též často označován jako ukazatel běžné likvidity. Měří, kolikrát jsou oběžná aktiva kryta krátkodobými závazky podniku, tedy kolikrát je podnik schopen uspokojit věřitele, kdyby okamžitě proměnil veškerá svá aktiva na hotovost. Proto je tento ukazatel často sledován věřiteli.

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.11)$$

Stanovení optimální hodnoty tohoto ukazatele je obtížné. Při analýze je nutné přihlížet ke struktuře oběžného majetku, která se odvíjí od podnikatelské činnosti podniku, a hodnotám obvyklým v daném odvětví. Obecně se však uvádí interval 1,6 – 2,5.

Ukazatel pohotové likvidity

Ukazatel pohotové likvidity, též ukazatel 2. stupně, odstraňuje nedostatky celkové likvidity. Při jeho výpočtu jsou vyloučeny zásoby jako nejméně likvidní část oběžných aktiv. Obecně doporučená hodnota ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí 1,0 – 1,5, přičemž růst je signálem pro zlepšení platební schopnosti podniku.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.12)$$

Ukazatel okamžité likvidity

Základní složku okamžité likvidity tvoří pohotové platební prostředky (peníze na účtech, peníze v hotovosti a šeky). Proto patří ukazatel mezi nejpřesnější. Doporučuje se udržovat jeho hodnotu na úrovni 0,2.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.13)$$

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilitu podniku lze charakterizovat strukturou zdrojů financování, přičemž podnik může využívat nejen vlastní, ale i cizí zdroje.

Hlavním cílem finančního řízení a rozhodování je zvolení optimálního poměru mezi vlastními a cizími zdroji. Převážné financování vlastními zdroji vede k zatěžování podniku a nedostatečné pružnosti. Zadluženost může mít však i pozitivní vliv. Ve zdravém a finančně stabilním podniku může prostřednictvím finanční páky zvyšovat celkovou rentabilitu.

Důležité je ale stanovit optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem. K posouzení finanční stability jsou užívány následující ukazatelé.

Celková zadluženost

Ukazatel celkové zadluženosti (věřitelského rizika) vyjadřuje poměr cizích zdrojů k celkovým aktivům, tedy do jaké míry je podnikový majetek financován cizím kapitálem. Ukazatel je sledován zejména věřiteli podniku, neboť čím je jeho hodnota vyšší, tím je i jejich riziko vyšší. Výsledky analýzy celkové zadluženosti by měly být interpretovány společně s rentabilitou, neboť jak již bylo výše zmíněno, zadluženost nemusí vždy působit negativně.

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.14)$$

Podíl vlastního kapitálu na aktivech

Tento ukazatel udává, jaká část podnikových aktiv je kryta vlastními zdroji. Vypovídá tak o dlouhodobé stabilitě podniku. Obecně platí, že se zvyšováním ukazatele se upevňuje finanční stabilita. Avšak příliš vysoká hodnota ukazatele může značit pokles výnosnosti vložených prostředků.

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.15)$$

Ukazatel úrokového krytí

Ukazatel je měřítkem toho, do jaké míry jsou nákladové úroky podniku kryty provozním ziskem. Je-li hodnota rovna 100%, znamená to, že firma svou činností pokryje pouze úroky a vytvořený zisk je roven nule.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}}, \quad (2.16)$$

kde *EBIT* je zisk před zdaněním a úroky.

Ukazatel úrokového zatížení

Tento ukazatel je obrácenou hodnotou ukazatele úrokového krytí. Vypovídá o tom, jaká část vytvořeného zisku je odčerpána úroky a jaká část může být využita k financování podnikových potřeb. Obecně platí, že by hodnota ukazatele měla být co nejnižší.

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT}, \quad (2.17)$$

SWOT analýza

SWOT analýzu je možné chápat jako identifikaci vnitřních silných a slabých stránek zkoumaného podniku ve vztahu k příležitostem a hrozbám z vnějšího prostředí.

SWOT se skládá z prvních písmen anglických slov, jimiž jsou:

- Strengths (silné stránky),
- Weaknesses (slabé stránky),
- Opportunities (příležitosti) a
- Threats (hrozby).

Silné stránky jsou představovány schopnostmi a zdroji, jimiž je podnik vybaven a díky kterým má podnik konkurenční výhodu ve kvalitě výrobků, levnějších a kvalitnějších služeb, lepší technologie, know-how atd. Opakem jsou slabé stránky v podobě např. špatných hospodářských výsledků, neefektivní výroby, zastaralé neefektivní technologie atp., které staví podnik do konkurenční nevýhody.

O příležitostech mluvíme tehdy, když vnější okolí poskytuje určitou možnost růstu jako získání nových zákazníků, zvýšení podílu na trhu, dosažení většího hospodářského výsledku. Negativně na podnik působí hrozby, které ohrožují fungování podniku. Může se jednat např. o změny politické, legislativní, demografický vývoj atp.

SWOT analýza by měla komplexně posoudit fungování podniku. Proto je vhodné na závěr zhodnotit její výsledky uceleně, tedy zda v podniku převládají spíše slabé či silné stránky, do jaké míry je podnik schopen využívat příležitosti, které mu trh nabízí a do jaké míry je schopen čelit hrozbám.

2.2.3 Finanční plán podniku

Při oceňování podniku je nutné vycházet nejen z účetních výkazů, ale také z komplexních finančních plánů, jichž bude využito zejména při stanovení hodnoty firmy výnosovými metodami. Finanční plán slouží zejména pro rozhodování o aktivitách podniku v přítomnosti, jež budou mít vliv na jeho budoucí vývoj a plní čtyři základní úlohy:

1. pomáhá podnikovému managementu vhodně kombinovat zdroje a aktivity,
2. definuje parametry pro řízení systému,
3. poskytuje jasný popis o zdrojích a očekáváních organizace a
4. usnadňuje hodnocení jednotlivých divizí.

Finanční plány bývají sestavovány pro různá období, přičemž nejčastěji firmy sestavují

krátkodobý finanční plán na období jednoho roku. Pro účely ocenění má však význam dlouhodobý finanční plán tvořený základními finančními výkazy, tedy výkazem zisku a ztráty, rozvahou a výkazem cash-flow. Mezi těmito výkazy existují vazby, a proto je nutné je sestavovat jako jeden celek s přihlédnutím k tomu, že výkaz zisku a ztráty a výkaz cash-flow jsou vyjádřeny v tokových veličinách, zatímco rozvaha ve stavových veličinách.

I přesto, že rozsah a způsob tvorby finančního plánu závisí na typu firmy, účelu sestavení a podnikovém managementu, lze vymezit obecný postup celého procesu:

- stanovení výkonů a nákladů – stanovení struktury a objemu odbytu na základě poptávky a výrobních možností společnosti a odvození tržeb,
- plán čistého pracovního kapitálu a investice – určení potřeby jednorázového kapitálu (provozního a investičního) bez ohledu na způsob financování,
- určení zdrojů financování – účelem je nalezení zdrojů financování, které mají zajistit předpokládané investice,
- vybilancování celého systému – zvolený způsob financování se zpětně promítá to nákladů a výdajů společnosti. Nejčastěji uváděným příkladem je úvěr, který prostřednictvím úroků ovlivňuje výši nákladů, ty následně výši zisku po zdanění a přes obrátku zpět do potřeby zdrojů financování,
- zhodnocení finančního plánu – dle cílů, které si firma stanovila a
- korekce a optimalizace finančního plánu – v případě, kdy není dosaženo stanovených cílů, provádí se cyklická korekce a úpravy v jednotlivých fázích finančního plánu, Zmeškal a kol. (2004).

V praxi existuje mnoho metod sestavení finančního plánu, z nichž nejčastěji využívanou je metoda procentního podílu na tržbách, regresní metoda a metoda ukazatelů obratu. Základem všech těchto metod je prognóza tržeb, avšak u každé z nich je rozdílný vztah mezi tržbami danými položkami.

Metoda procentního podílu na tržbách vychází z průměrného podílu rozvahových položek na tržbách za předcházející období, kdy tento podíl vynásobíme plánovanými tržbami, a metoda ukazatelů obratu vychází z plánu finančních ukazatelů.

Regresní metoda se řadí mezi složitější statistické metody sestavení finančního plánu, která vychází z časových řad minulých tržeb a časových řad vybrané položky rozvahy.

2.3 Náklady kapitálu

Náklady kapitálu představují náklady podniku na získání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Představují tedy minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu.

Náklady jednotlivých druhů kapitálu jsou různé a lze je členit z pohledu investora a z pohledu vlastníků podniku. Z pohledu podniku se jedná o cenu za kapitál získaný pro další rozvoj podniku. Z pohledu investora lze náklady kapitálu chápat jako požadavek na výnosnost, které by měla firma dosahovat, aby nedošlo k poklesu bohatství pro investory. Obecně pak velikost nákladů na kapitál závisí na rizikovosti jednotlivých aktiv.

Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) kombinují náklady různých forem kapitálu, což lze vyjádřit následovně

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.18)$$

kde R_D jsou náklady cizího úročeného kapitálu, t je sazba daně z příjmů, D je úročený cizí kapitál, R_E jsou náklady na vlastní kapitál a E je velikost vlastního kapitálu.

Součástí nákladů na celkový kapitál jsou tedy dvě složky, náklady na vlastní a náklady na cizí kapitál. Při jejich vyčíslení je nutné vycházet z tržních hodnot, neboť účetní data nám poskytnou pouze přiblížení tržním podmínkám.

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál chápeme jako úroky nebo kupónové platby, jež je nutné platit věřitelům. Vyjadřují se v podobě úroků sníženého o úspory z daní plynoucí z použití cizího kapitálu, tzv. daňový štít,

$$R_D = i \cdot (1-t), \quad (2.19)$$

kde i je úroková míra dluhu a t je sazba daně.

Jestliže podnik využívá k financování více druhů úvěrů, stanoví náklady na kapitál jako vážený aritmetický průměr efektivních úrokových sazeb.

Náklady na vlastní kapitál

Vyčíslení nákladů na vlastní kapitál je složitější. Ty lze vymezit buď na bázi tržních přístupů, nebo metod a modelů, které vycházejí z účetních dat. Mezi základní metody určení nákladů vlastního kapitálu patří:

- model oceňování kapitálových aktiv *CAPM*,

- arbitrážní model *APM*,
- dividendový model a
- stavebnicové modely.

Model *CAPM* je tržní přístup stanovení nákladů vlastního kapitálu, jež je nejčastěji využíván v zemích s vyspělým kapitálovým trhem. Jedná se o rovnovážný model oceňování kapitálových aktiv, přičemž rovnováha je představována mezním sklonem očekávaného výnosu a rizika, který je stejný pro všechny investory. Jde o jednofaktorový model založený na lineárním funkčním vztahu mezi výnosem daného aktiva a tržního portfolia, které představuje riziko celého trhu. Pomocí přímky *SML* lze stanovit náklady vlastního kapitálu takto

$$E(R_E) = R_F + \beta_E \cdot [E(R_M) - R_F], \quad (2.20)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_E udává citlivost dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia a $E(R_M)$ představuje očekávaný výnos tržního portfolia.

Model *APT* se rovněž řadí mezi tržní přístupy stanovení nákladů na vlastní kapitál. Na rozdíl od modelu *CAPM* jde o vícefaktorový model, který do výpočtu zahrnuje mnoho rizikových faktorů. Základní podmínkou rovnováhy je nemožnost dosažení arbitrážního zisku žádným investorem. Náklady vlastního kapitálu dle arbitrážního modelu určíme následovně

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} \cdot [E(R_j) - R_F], \quad (2.21)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, β_{Ej} představuje citlivost dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru a $E(R_j)$ udává očekávaný výnos j -tého faktoru.

Dividendový model je využíván k oceňování akcií. Tržní hodnotu akcie lze vyčíslit jako současnou hodnotu budoucích dividend plynoucích z akcie v jednotlivých letech. Předpokládáme-li konstantní výši těchto dividend a nekonečnou držbu akcií, stanovíme hodnotu nákladů vlastního kapitálu jako perpetuitu

$$R_E = \frac{\text{dividenda}}{\text{tržní cena akcie}}, \quad (2.22)$$

kde R_E jsou náklady vlastního kapitálu.

Za předpokladu určitého konstantního růstu dividendy je možné použít Gordonův dividendový diskontní model.

$$R_E = \frac{\text{dividenda}}{\text{tržní cena akcie}} + g, \quad (2.23)$$

ke g je stanovené tempo růstu dividendy.

Pro stanovení hodnoty firmy bude použit *stavebnicový model* využívaný Ministerstvem průmyslu a obchodu. Náklady vlastního kapitálu jsou nejprve určeny jako celkové náklady kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$ takto

$$WACC_U = R_F + R_{\text{podnikatelské}} + R_{\text{fin.stab}} + R_{LA}, \quad (2.24)$$

kde R_F je bezriziková sazba, $R_{\text{podnikatelské}}$ je riziková přírážka za podnikatelské riziko, $R_{\text{fin.stab}}$ je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability a R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Celkové náklady zadlužené firmy jsou pak určeny následovně

$$WACC = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.25)$$

$$\text{kde } D = UZ - VK, \quad (2.26)$$

a náklady na vlastní kapitál takto,

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.27)$$

kde UZ jsou úplatné cizí zdroje (vlastní kapitál, bankovní úvěry a obligace), A jsou celková aktiva, CZ je čistý zisk, Z je hrubý zisk, UM je úroková míra a VK je vlastní kapitál.

Rizikovou přírážku za podnikatelské riziko stanovíme porovnáním ukazatele $EBIT/A$ s ukazatelem $X1$, který vyjadřuje nahrazení úplatného cizího kapitálu kapitálem vlastním,

$$X1 = \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot UM. \quad (2.28)$$

Pokud $\frac{EBIT}{A} > X1$, pak bude $R_{podnikatské}$ = minimální hodnota $R_{podnikatské}$ v odvětví. Jestliže

$\frac{EBIT}{A} < X1$, pak $R_{podnikatské} = 10,00\%$ a pokud bude $\frac{EBIT}{A} \geq 0$ a zároveň $\frac{EBIT}{A} \leq X1$,

$$\text{potom } R_{podnikatské} = \frac{\left(X1 - \frac{EBIT}{A}\right)^2}{X1^2} \cdot 0,1. \quad (2.29)$$

Při odhadu rizikové přírážky za finanční stabilitu se vychází z ukazatele celkové likvidity $L3$. Ta se porovnává s mezními hodnotami $XL1$ a $XL2$, které jsou rozdílně stanoveny pro jednotlivá odvětví.

$R_{fin.stab} = 10,00\%$, je-li $L3 \leq XL1$. Jestliže $L3 \geq XL2$, pak $R_{fin.stab} = 00,00\%$

V případě, kdy $XL1 \leq L3 \leq XL2$, vypočte se riziková přírážka takto,

$$R_{fin.stab} = (XL2 - L3)^2 / 10 \cdot (XL2 - XL1)^2. \quad (2.30)$$

Velikost rizikové přírážky charakterizující velikost podniku vychází z cizích úplatných zdrojů. Jestliže $UZ > 3$ mld. Kč, pak $R_{LA} = 0,00\%$. Je-li $UZ < 100$ mil. Kč, tak $R_{LA} = 5,00\%$. V případě kdy $UZ > 100$ mil. Kč a zároveň $UZ < 3$ mld. Kč, získáme rizikovou přírážku za velikost podniku dle následujícího vzorce

$$R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2. \quad (2.31)$$

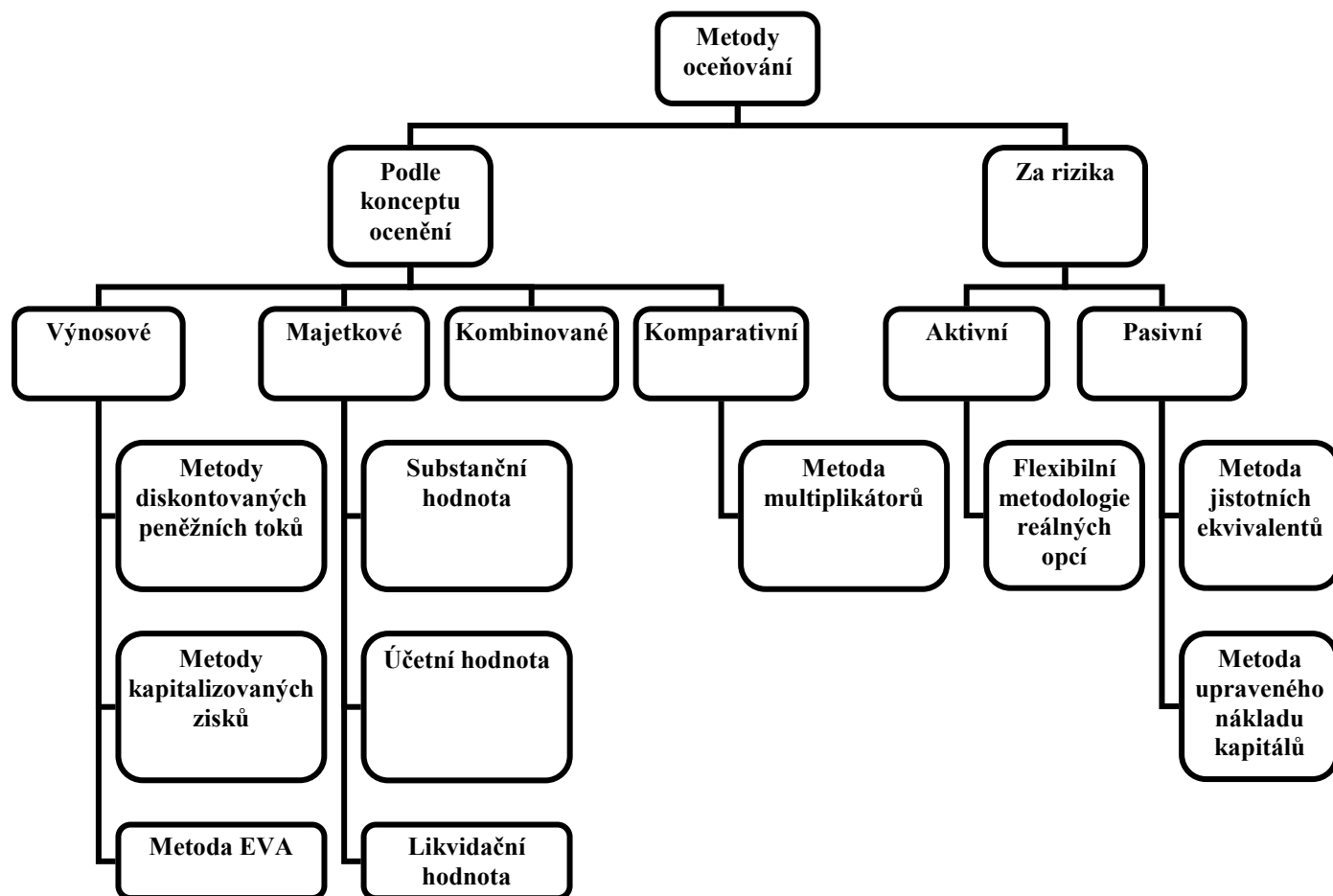
2.4 Metody ocenění podniku

Stanovení hodnoty podniku představuje jednu z významných oblastí finančního řízení podniku. Jedná se o oblast finančního řízení a rozhodování, jež je prováděna trvale, neboť ocenění podniku je vyžadováno nejen při jeho prodeji, či koupi, ale i při konsolidaci, likvidaci, emisí akcií, uvádění podniku na burzu, poskytování úvěru atd.

V současné době existuje celá řada metod oceňování podniku. V přímé vazbě na účel stanovení hodnoty podniku je tedy nutné zvolit vhodnou metodu. Pouze tehdy bude splněn základní cíl oceňování. Volba vhodné metody je rovněž ovlivněna subjektivním postojem toho, kdo ocenění provádí. V praxi se proto, pro ověření správnosti výsledků, používá více oceňovacích metod.

Metody ocenění lze podle ekonomické teorie rozlišit dle způsobu zohlednění neurčitosti a rizika a dle konceptu ocenění. Celá kapitola vychází zejména z knižní publikace Dluhošová (2010) a Mařík (2011).

Tab. 2.1 Přehled metod stanovení hodnoty podniku



Zdroj: Dluhošová (2010)

2.4.1 Výnosové metody

Tyto metody vycházejí z předpokladu, že budoucí hodnota statků je určena očekávaným užitkem pro jeho držitele. Těmito užitky pro podniky jsou budoucí očekávané výnosy, přičemž výnosově stanovená hodnota podniku závisí právě na vymezení výnosů, na volbě časového horizontu a způsobu stanovení nákladu kapitálu. Za nejpřesnější definici výnosů jsou považovány příjmy plynoucí z oceňovaného majetku, avšak často zahrnují i např. zisky či dividendy firem.

Do této skupiny oceňovacích metod řadíme:

- metodu diskontovaných peněžních toků,
- metodu čistých kapitalizovaných zisků a
- metodu ekonomické přidané hodnoty.

V Evropských zemích byly dříve více využívány metody kapitalizovaných zisků.

V současné době však postupně dochází k přechodu k metodám diskontovaných peněžních toků, které nabývají na významu i v České republice.

Metody diskontovaných peněžních toků

Metody diskontovaných peněžních toků patří mezi základní výnosové metody stanovení hodnoty podniku, neboť peněžní toky jsou reálným příjmem a tedy i reálným vyjádřením užitku daného podniku.

Důležitými kroky metody je správné vymezení budoucích peněžních toků, následné stanovení nákladů kapitálu a stanovení hodnoty podniku pomocí metody ocenění.

Podle toho, jaký druh kapitálu je oceňován a jak jsou vymezeny finanční toky a náklady kapitálu, lze vymezit čtyři základní metody ocenění podniku. Jsou jimi metoda *DCF-Entity*, metoda *DCF-Equity*, metoda *DDM (Dividend Discout Model)* a metoda *APV (Adjusted Present Value)*.

Výsledkem ocenění metodou *DCF-Entity* je tržní hodnota celkového kapitálu podniku. Pro výpočet je nutné stanovit nejprve volné finanční toky pro vlastníky a věřitele *FCFF*, které diskontujeme náklady celkového kapitálu *WACC* takto

$$V = \frac{FCFF}{WACC}. \quad (2.32)$$

Obdobně lze stanovit hodnotu vlastního kapitálu prostřednictvím metody *DCF-Equity*, kdy je nejprve nutné vyčíslit volné peněžní toky pro vlastníky *FCFE* a náklady vlastního kapitálu R_E .

$$V = \frac{FCFE}{R_E}. \quad (2.33)$$

Metodu *DDM* pro ocenění vlastního kapitálu lze použít pouze za podmínek, kdy podnik trvale vykazuje zisk a vyplácí dividendy, neboť volné finanční toky *FCF* jsou zde nahrazeny dividendou. Při stanovení hodnoty podniku je však nutné brát v úvahu, že ta je ovlivněna řadou faktorů, kterými jsou např. očekávaná prodejní cena nebo úroveň

dividend. Podle toho, zda se ve výpočtu počítá s růstem či nikoliv, rozlišujeme dvě verze: s konstantními FCF a s konstantně rostoucími FCF (tzv. Gordonův model)

$$V = \frac{DIV}{R_E} \text{ nebo } V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.34)$$

kde DIV je dividendy vyplácená v běžném období, R_E jsou náklady vlastního kapitálu a g je očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

Prostřednictvím metody APV je oceňován celkový kapitál. Diskontováním finančních toků nezadlužené firmy $FCFE_u$ nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy R_u získáme hodnotu nezadluženého podniku. Pro ocenění zadluženého podniku je nutné přičíst současnou hodnotu daňového štítu, kterou získáme diskontováním daňového štítu TS náklady dluhu R_D . Hodnotu firmy tedy určíme takto

$$V = \frac{FCFE_u}{R_u} + \frac{TS}{R_D}. \quad (2.35)$$

Vymezení volných finančních toků

Volné finanční toky (*Free Cash Flow, FCF*) jsou představovány rozdílem mezi příjmy a výdaji, jež jsou generovány majetkem podniku a vztahují se k určitému druhu kapitálu. Podle způsobu vymezení kapitálu pak rozlišujeme volné finanční toky pro vlastníky a věřitele $FCFF$ (*Free Cash Flow to the Firm*), volné finanční toky pro vlastníky $FCFE$ (*Free Cash Flow to the Equity*) a volné finanční toky pro věřitele $FCFD$ (*Free Cash Flow to the Debt*).

Volné finanční toky pro vlastníky a věřitele $FCFF$ představují veškeré peněžní toky, které jsou generovány aktivy podniku bez ohledu na to, komu jsou určeny. Jsou složeny tedy z peněžních toků pro vlastníky $FCFE$ a z peněžních toků pro věřitele $FCFD$ následovně

$$FCFF = FCFE + FCFD. \quad (2.36)$$

Volné finanční toky pro vlastníky $FCFE$ tvoří finanční toky z provozní, investiční a finanční činnosti a jsou určeny takto,

$$FCFE = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV + S, \quad (2.37)$$

kde $\Delta\text{ČPK}$ je změna čistého pracovního kapitálu, INV jsou investiční výdaje, S je rozdíl mezi čerpáním dluhu a splátkami dluhu.

Volné finanční toky pro věřitele $FCFD$ charakterizují peněžní toky z pohledu věřitelů, jimiž mohou být např. banky, následovně

$$FCFD = \text{úroky} \cdot (1 - t) - S, \quad (2.38)$$

kde t je sazba daně z příjmů, $-S$ je rozdíl mezi příjmy inkasovaných splátek dluhu a výdaji na poskytnuté dluhy.

Peněžní toky vlastního kapitálu lze tedy dle výše uvedeného vymezit takto

$$FCFF = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\check{CPK} - INV + \text{úroky} \cdot (1-t) \quad (2.39)$$

nebo pomocí provozního zisku před zdaněním následovně

$$FCFF = EBIT \cdot (1-t) + \text{odpisy} - \Delta\check{CPK} - INV, \text{ jelikož} \quad (2.40)$$

$$EBIT \cdot (1-t) = \text{čistý zisk} + \text{úroky} \cdot (1-t). \quad (2.41)$$

Při výpočtu finančních toků pro vlastníky a věřitele $FCFF$ je důležité vyloučit saldo financování S , neboť dochází k jeho kompenzaci.

V případě nezadlužené (*Unleveraged*) firmy je celkový kapitál tvořen pouze vlastním kapitálem. Proto jsou volné finanční toky vlastního kapitálu $FCFE_U$ i celkového kapitálu $FCFF_U$ totožné a vzhledem k tomu, že jsou tvořeny pouze peněžními toky z provozní a investiční činnosti nezahrnující úroky spojené s dluhem, lze je matematicky vyjádřit takto

$$FCFE_U = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\check{CPK} - INV. \quad (2.42)$$

2.4.2 Fázové metody

Tyto metody vycházejí z odhadu plánu do budoucna. Důležitým krokem je tedy odhad zisku a volných finančních toků. Jelikož jsou fázové metody uplatňovány při výpočtu hodnoty firmy metodou DCF , lze obecně zapsat

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1+R)^{-t}, \quad (2.43)$$

kde V je hodnota firmy, FCF jsou volné finanční toky, R je náklad kapitálu, t jsou jednotlivé roky.

Předpokladem využití fázové metody je neomezené trvání podniku, přičemž při plánování se obvykle pracuje s více fázemi vývoje (pomalý růst, zrychlený růst, stabilní růst, bez růstu atd.). Podle toho, kolik fází je zvoleno při ocenění podniku, rozlišujeme jednofázové, dvoufázové a vícefázové metody.

Jednofázová metoda patří k nejjednodušším metodám, jelikož předpokládá stejné chování firmy po celé období, přičemž její trvání je neomezeno. Při konstantních FCF určíme hodnotu firmy jako perpetuitu následovně

$$V = \frac{FCF}{R} \text{ nebo } V = \frac{FCF}{R-g}, \quad (2.44)$$

přičemž $g = \frac{FCF_{t+1} - FCF_t}{FCF_t}$, $g \in (-1; R)$ a zároveň $g_t \neq R$. Pokud $g \in R$, pak se jedná o růst, pokud $g = 0$, firma neroste a v případě $g \in (-1; 0)$, pak se jedná o pokles firmy.

Dvoufázová metoda je nejčastěji používaný způsob stanovení hodnoty podniku, který plánované období rozděluje na dvě fáze. První fáze trvá obvykle 4 až 6 let. V tomto období se předpokládá, že vývoj společnosti je lépe předvídatelný a plán FCF je možné stanovit relativně přesně. Druhá fáze pak trvá do nekonečna. Hodnotu firmy stanovíme součtem těchto dvou fází,

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.45)$$

kde V_1 je hodnota firmy za první fázi a V_2 je hodnota firmy za druhou fázi.

V první fázi je možné hodnotu firmy odhadnout takto

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.46)$$

kde R_1 jsou náklady kapitálu v první fázi, T je délka první fáze.

Ve druhé fázi lze odhadnout pouze trend volných finančních toků. Počítá se zde s pokračující hodnotou PH , což je hodnota podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze. Pokračující hodnota je diskontována k datu ocenění.

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T} \quad (2.47)$$

Pokračující hodnotu, za předpokladu konstantních finančních toků ve druhé fázi, stanovíme následovně

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2} \quad (2.48)$$

nebo v případě konstantního růstu

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}, \quad (2.49)$$

kde R_2 jsou náklady kapitálu ve druhé fázi.

Výslednou hodnotu podniku dle výše uvedeného stanovíme následovně

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t} + PH \cdot (1 + R_1)^{-T}. \quad (2.50)$$

Zobecnění dvoufázové metody představují *vícefázové metody*, která rozdělují vývoj *FCF* do několika různých fází s odlišným vývojem, přičemž se předpokládá neomezené trvání poslední fáze. Výsledná hodnota podniku je pak součtem těchto fází,

$$V = V_1 + V_2 + V_3 + \dots + V_n. \quad (2.51)$$

To lze zapsat pomocí fázových hodnot *FH*, jež představují hodnotu firmy za danou fázi k počátku dané fáze. Fázovou hodnotu je nutné diskontovat k datu ocenění,

$$V = FH_1 + FH_2 \cdot (1 + R_1)^{-T_1} + \dots + FH_n \cdot (1 + R_{n-2})^{-T_{n-2}} + PH \cdot (1 + R_{n-1})^{-T_{n-1}}, \quad (2.52)$$

kde T_i je délka od momentu oceňování po konec i -té fáze.

Obecně lze pak fázovou hodnotu vyjádřit takto

$$FH_i = \sum_{t=1}^{Q_i=T_i-T_{i-1}} FCF_{t-1} \cdot \frac{1 + g_t}{(1 + R_i)^t}, \text{ kde} \quad (2.53)$$

$Q_i = T_i - T_{i-1}$ je délka fáze. Kromě poslední fáze pro g platí, že $g_t \neq R_i$, Dluhošová (2010).

Metoda čistých kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků, též metoda kapitalizovaných čistých výnosů, je užívána zejména v německy mluvících zemích. Jedná se o metodu *equity (netto)*, tedy výnosová hodnota podniku je stanovena pouze z výnosů pro vlastníky a výsledkem je tedy hodnota vlastního kapitálu. V praxi jsou rozlišovány dvě varianty a to podle toho, jak jsou vymezeny čisté výnosy.

Analytická metoda vychází z toho, že čistý výnos je určen na základě rozdílu mezi příjmy a výdaji. Z určitého pohledu je možné tuto metodu ztotožnit s metodou *DCF-Equity* s tím rozdílem, že u analytické metody nekalkulujeme očekávaný výnos z peněžních toků, ale z upravených budoucích výsledků hospodaření.

Při stanovení hodnoty podniku vycházíme z řady odnímatelných čistých výnosů, tedy skutečných a účetní politikou podniku co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření. Ty mohou být rozděleny, aniž by došlo k ohrožení budoucího výnosového potenciálu podniku. Předpokládáme-li trvalou existenci podniku, můžeme hodnotu podniku dvoufázovou metodou stanovit následovně

$$V = \sum_{t=1}^T OZ_t \cdot (1 + R_t)^{-t} + \frac{TOZ}{R_t} \cdot (1 + R_t)^{-T}, \quad (2.54)$$

kde V je hodnota vlastního kapitálu (tj. hodnota podniku netto), OZ_t je odhad odnímatelného čistého zisku pro rok t prognózy, T je délka období, pro které je možné v jednotlivých letech

odhadnout čistý výnos (tj. délka první fáze), TOZ je trvalá velikost odnímatelného čistého zisku ve druhé fázi a R_t jsou náklady kapitálu.

V první fázi čistý výnos zjišťujeme ze sestaveného finančního plánu. Ve druhé fázi pak předpokládáme určité tempo růstu čistých výnosů, přičemž toto tempo růstu může být v jednotlivých letech odlišné.

Analytická metoda je založena na analýze minulých výsledků a jejich prognóze do budoucnosti, což může být v některých podnicích obtížné. Týká se to zejména malých podniků vyrábějících na zakázku. V tomto případě je vhodné pro ocenění podniku aplikovat metodu paušální.

Základem stanovení hodnoty firmy *paušální metodou* je výnosový potenciál k datu ocenění. I tato metoda, stejně jako analytická, pracuje s upravenými minulými výsledky hospodaření. Cílem je stanovit čistý výnos, který je možné rozdělit, aniž by došlo ke snížení majetkové podstaty podniku.

Trvalý čistý zisk k rozdělení získáme z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření jako vážený průměr minulých upravených čistých zisků

$$TOZ = \frac{\sum_{t=1}^K q_t \cdot OZ_t}{\sum_{t=1}^K q_t}, \quad (2.55)$$

kde TOZ je trvale odnímatelný čistý zisk, $\check{C}Z_t$ jsou minulé upravené čisté zisky, q_t jsou váhy určující význam čistého zisku za minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého zisku a K je počet let zahrnutých do výpočtu.

Hodnotu firmy pak získáme jako perpetuitu,

$$V = \frac{TOZ}{R_t}, \quad (2.56)$$

kde R_t jsou náklady kapitálu očištěné o míru inflace.

Paušální metodu je vhodné použít pro stanovení dolní hranice výnosové hodnoty podniku, tedy u podniků bez růstových tendencí nebo u podniků bez výraznějších růstových tendencí, Mařík (2011).

Metoda ekonomické přidané hodnoty

Metoda ekonomické přidané hodnoty (metoda *EVA*) je stále více používanou metodou ve vyspělých tržních ekonomikách. Jedná se o ukazatel výnosnosti odstraňující nedostatky ukazatelů využívaných pro řízení a oceňování podniku. *EVA* měří ekonomický zisk, tedy zisk po uhrazení nejen běžných nákladů, ale i nákladů kapitálů.

Ukazatel *EVA* je možné chápat jako čistý výnos z provozní činnosti podniku, který je snížený o náklady kapitálu vlastního i cizího,

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC, \quad (2.57)$$

kde *NOPAT* je zisk z operativní činnosti podniku po zdanění, *C* je kapitál vázaný v aktivech sloužících pro operativní činnost podniku (pro výpočet ekonomické přidané hodnoty bývá často tento obecný výraz nahrazen termínem *NOA*, tedy čistými operačními aktivy) a *WACC* jsou celkové náklady kapitálu.

Obdobně jako u metod *DCF* rozeznáváme u ukazatele *EVA* tři přístupy určení hodnoty podniku equity, entity a upraveného nákladu kapitálu.

Při výpočtu hodnoty firmy metodou *EVA* je nutné nejprve vyčíslit hodnotu aktiv. Následným oddělením nominální hodnoty dluhu získáme odhad hodnoty vlastního kapitálu,

$$V = C_0 - MVA, \quad (2.58)$$

kde C_0 je investovaný kapitál a *MVA* je tržní přidaná hodnota.

Na bázi hodnotového rozpětí lze tržní přidanou hodnotu *MVA* definovat takto

$$MVA = V - C \quad (2.59)$$

nebo na bázi zúženého hodnotového rozpětí

$$MVA = V_E - BV_E, \quad (2.60)$$

kde *V* je celková tržní hodnota podniku, *C* je celkový investovaný kapitál, V_E je tržní hodnota vlastního kapitálu a BV_E je účetní hodnota vlastního kapitálu.

V současné době dochází k růstu významu určení tržní hodnoty firmy z tržní přidané hodnoty *MVA* jako současné hodnoty budoucích *EVA*,

$$MVA = PV(EVA) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}. \quad (2.61)$$

Zapojením průměrných nákladů na kapitál *WACC* lze odhadnout hodnotu firmy dle následujícího vzorce,

$$V = C_0 + PV(EVA) = C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}. \quad (2.62)$$

2.4.3 Majetkové metody

Tyto metody určení hodnoty podniku jsou založeny na ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů. Dle toho, jaká hodnota je použita, rozlišujeme tři metody ocenění.

Účetní metoda vychází z dat, které nám poskytuje rozvaha. Při výpočtu vychází z historických cen a odpovídá tak na otázku, za kolik byl majetek pořízen. Hodnotu vlastního kapitálu zjistíme rozdílem účetní hodnoty aktiv a účetní hodnoty závazků a dluhů. Metoda plní spíše doplňkovou funkci

Základem *substanční metody* je ocenění aktiv reprodukční pořizovací cenou sníženou o reálnou hodnotu závazků a dluhů k datu ocenění. Výsledkem je substanční hodnota netto, která poskytuje informaci o tom, kolik by stálo znovuvybudování podniku.

Likvidační metoda zjišťuje hodnotu majetku k určitému okamžiku. Základním předpokladem je ukončení činnosti podniku, prodej jednotlivých aktiv a uhrazení veškerých závazků podniku včetně odměny likvidátora. Likvidační hodnota je považována za dolní hranici hodnoty podniku.

2.4.4 Kombinované metody

Tyto metody jsou založeny na kombinaci výnosových a majetkových metod ocenění. Hodnota podniku je nejčastěji určena jako vážený aritmetický průměr hodnot stanovených pomocí výnosové metody a substanční metody ocenění,

$$V = w_1 \cdot V_s + w_2 \cdot V_v, \quad (2.63)$$

kde w_1, w_2 jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám ocenění, V_s je hodnota podniku stanovená substanční metodou a V_v je hodnota podniku stanovená výnosovou metodou.

Užitím kombinovaných metod jsou částečně odstraněny nedostatky substanční metody, která nezohledňuje očekávané výnosy podniku, a výnosové metody nezachycující skutečnou hodnotu majetku podniku.

2.4.5 Komparativní metody

Základem těchto metod je odvození hodnoty podniku z dostupných dat srovnatelných podniků. Metody jsou často označovány též jako metody relativního oceňování nebo metody tržního srovnání.

Hodnota podniku je stanovena pomocí multiplikátorů, které zohledňují rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a srovnatelných podniků. To lze obecně zapsat takto

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{ocenovaná firma}} \quad (2.64)$$

Multiplikátory je možné konstruovat různě, například

$$\text{multiplikátor } P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii}} \text{ nebo} \quad (2.65)$$

$$\text{multiplikátor } MV/BV = \frac{\text{tržní hodnota firmy}}{\text{účetní hodnota firmy}} \quad (2.66)$$

Stanovení hodnoty vlastního kapitálu V_E pomocí multiplikátoru P/E či stanovení hodnoty aktiv V_A lze pak zapsat následovně,

$$V_E = \text{multiplikátor } P/E_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{čistý zisk}_{\text{ocenovaná firma}} \quad (2.67)$$

$$V_A = \text{multiplikátor } MV/BV_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{účetní hodnota aktiv}_{\text{ocenovaná firma}} \quad (2.68)$$

Za hlavní výhodu těchto metod je považována jednoduchost a rychlost výpočtu. Vypovídací schopnost je však malá, jelikož musí být splněny podmínky srovnatelnosti. Vzhledem k odlišnostem mezi porovnávanými podniky (odlišná struktura činnosti, typ podnikání, fáze vývoje apod.) je nutné do ocenění promítnout i další vlivy pomocí např. různých srážek či přírážek.

2.5 Analýza citlivosti

Nejistota a riziko jsou velmi často užívané pojmy v oblasti finančního řízení firmy, neboť budoucí vývoj finančních veličin nelze odhadnout se stoprocentní pravděpodobností. Proto bývá často užívána analýza citlivosti, která slouží k vyčíslení vlivu změny vstupních dat na výslednou hodnotu firmy.

Obecně lze citlivost souhrnného ukazatele, který je vyjádřen jako funkce dílčích ukazatelů, zapsat takto

$$U_{1+\alpha}^{F1} = f[(1+\alpha) \cdot F_1, F_2, \dots, F_n], \quad (2.69)$$

kde F_1, F_2, \dots, F_n jsou dílčí parametry ovlivňující syntetický ukazatel a α je relativní odchylka, která může nabývat kladných i záporných hodnot.

To je možné zapsat také jako přírůstek hodnoty ovlivněný změnou faktorů jako

$$\Delta U_{\alpha}^{F1} = U_{1+\alpha}^{F1} - U. \quad (2.70)$$

V případě aplikace na dvoufázovou výnosovou metodu *DCF-Entity*, kdy je možné provést analýzu citlivosti na *FCFF* a *WACC*, stanovíme přírůstek hodnoty firmy následovně

$$\Delta V_{\alpha}^{FCFF} = V_{1+\alpha}^{FCFF} - V \text{ nebo} \quad (2.71)$$

$$\Delta V_{\alpha}^{WACC} = V_{1+\alpha}^{WACC} - V. \quad (2.72)$$

Vyčíslení vlivu změny jednotlivých dílčích parametrů, tvořících *FCFF*, na hodnotu firmy použijeme následující vzorce

$$\Delta V_{\alpha}^T = \alpha \cdot [PV_1(T) + PV_2(T)]. \quad (2.73)$$

Pro vyčíslení vlivu změny hodnoty odpisů na výslednou hodnotu firmy budeme postupovat následovně

$$\Delta V_{\alpha}^{ODP} = \alpha \cdot [PV_1(ODP) + PV_2(ODP)]. \quad (2.74)$$

V případě změny nákladů bez odpisů a úroků vyčíslíme vliv změny na výslednou hodnotu firmy takto

$$\Delta V_{\alpha}^{NBOUr} = -\alpha \cdot [PV_1(NBOUr) + PV_2(NBOUr)]. \quad (2.75)$$

Obdobně budeme postupovat pro případ změny čistého pracovního kapitálu

$$\Delta V_{\alpha}^{\Delta\check{C}PK} = -\alpha \cdot [PV_1(\Delta\check{C}PK) + PV_2(\Delta\check{C}PK)]. \quad (2.76)$$

Vliv změny investic na výslednou hodnotu firmy určíme takto

$$\Delta V_{\alpha}^{INV} = -\alpha \cdot [PV_1(INV) + PV_2(INV)]. \quad (2.77)$$

Výslednou hodnotu firmy rovněž ovlivňuje daňová sazba. Tento vliv lze určit následovně

$$\Delta V_{\alpha}^{tax} = -\alpha \cdot tr \cdot [PV_1(T, ODP, INV) + PV_2(T, ODP, INV)], \quad (2.78)$$

kde T jsou tržby, ODP jsou odpisy, $NBOUr$ jsou náklady bez odpisů a úroků, $\Delta\check{C}PK$ je změna čistého pracovního kapitálu, INV jsou investice a tax je daňová sazba.

3 Aplikace vybraných metod pro stanovení hodnoty podniku

Před oceněním společnosti je vhodné podnik nejprve identifikovat a analyzovat prostřednictvím strategické a finanční analýzy. Součástí této kapitoly tedy bude stručný popis historie a vzniku firmy, strategická a finanční analýza a SWOT analýza shrnující příležitosti a ohrožení, silné a slabé stránky společnosti. Poslední část kapitoly se zaměří na samotné stanovení hodnoty společnosti AVL Moravia s. r. o.

3.1 Základní údaje o společnosti

Společnost je zapsána v obchodním rejstříku, vedeném Krajským soudem v Ostravě, oddíl C, vložka 14411.

| | |
|-----------------------------|---|
| <i>Obchodní firma:</i> | AVL Moravia s.r.o. |
| <i>Sídlo:</i> | Hranice, Hranice I - Město, Tovární 605, PSČ 753 01 |
| <i>Právní forma:</i> | Společnost s ručením omezeným |
| <i>Datum vzniku:</i> | 23.dubna 1996 |
| <i>Identifikační číslo:</i> | 646 19 842 |
| <i>Základní kapitál:</i> | 39 000 000,- Kč |
| <i>Předmět podnikání:</i> | konstrukce, výroba, montáž, uvedení do provozu a servis mechanických a elektrických součástí a systémů, testovacích zařízení pro automobilový průmysl a pro signální zařízení |

Jednatel společnosti: Uwe Schmidt

Dr. Johann Christoph Joseph Schmidt

Společnost má dva jednatele. Oba jednají za společnost společně.

Prokura: Ing. Blanka Kovářová

Ing. Tomáš Kerlín

Prokurista zastupuje společnost vždy společně s dalším prokuristou tím způsobem, že k firmě společnosti připojí dodatek označující prokuru a svůj podpis.

3.2 Vznik společnosti

Zahraniční společnost AVL Moravia s. r. o. se sídlem v Hranicích na Moravě byla založena jako Joint-Venture v roce 1995 a to podpisem smlouvy o založení společného podniku mezi firmou AVL List GmbH (dříve AVL Gesellschaft fuer Verbrennungskraftmaschinen und Messtechnik GmbH) a Kunz Hranice a. s. Samotný zápis firmy do Obchodního rejstříku proběhl v dubnu roku 1996.

Během tohoto roku společnost také postupně zvládala technologii výroby elektrických a částečně i hydraulických dynamometrů, zapojila se do výroby ocelových částí válcových zkušeben pro automobily. Postupem času se ukázalo, že společnost AVL Kunz produkuje spolehlivé a vysoce kvalitní výrobky. Proto zde v roce 2007 dceřiná společnost AVL Zöllner GmbH se sídlem v Německu přesunula strojírenskou výrobu a AVL Kunz začala s výrobou kompletních válcových zkušeben.

V roce 1998, kdy byla část společnosti patřící firmě Kunz Hranice a. s. prodána, se stala výhradním vlastníkem společnosti AVL List GmbH, přičemž později byla přejmenována na AVL Moravia s. r. o.

S rostoucím významem AVL Moravia s. r. o. v rámci skupiny byla společnost nucena zvládat náročnější úkoly. V roce 1999 byl posílen segment konstrukce, firma začala samostatně vypracovávat technickou dokumentaci u vybraného sortimentu a začala se podílet na vývoji nových výrobků. Dochází tak postupně k přesunu od dodávek konstrukčních skupin k dodávkám kompletních celků válcových zkušeben, hydraulických a elektrických brzd a zkušebních kontejnerů.

V současné době je společnost AVL Moravia s. r. o. součástí multinárodní společnosti AVL List GmbH se sídlem v Rakousku ve městě Graz, jejíž pobočky jsou rozmístěny po celém světě.

Výrobní program společnosti je zaměřen především na konstrukci elektrických a hydraulických dynamometrů a kompletních testovacích stánků a válců pro automobilový průmysl, přičemž výrobky jsou vyráběny v krátkých sériích a dle výrobní dokumentace a know-how sesterské společnosti AVL Zöllner GmbH se sídlem v Německu. Testovací stánky, jejichž výroba je rozhodující pro hospodářský výsledek, mají především zakázkový charakter. Materiál pro výrobu a montáž strojů firma získává v převážné míře od tuzemských dodavatelů, zbytek pak ze zahraničí a to zejména z Rakouska a Německa.

V roce 1998 společnost AVL Moravia s. r. o. získala certifikát jakosti ISO 9001 ve všech oblastech své činnosti. Dále pak v roce 2005 zavedla podnikový informační systém PSI

Penta určený pro oblast výroby, řízení zakázek a logistiky a SAP R3 pro oblast finančního účetnictví, řízení lidských zdrojů a oblast investic a controllingu.

Společnost rovněž dbá na ochranu životního prostředí v rámci možností náročné výroby. Zaměřuje se především na omezování zdraví škodlivých barev a tyto nahrazuje žárovým zinkováním. Lakování je prováděno v lakovacích boxech s čtyřstupňovou filtrací, přičemž je zde prováděno pravidelné měření emisí s velmi dobrými výsledky. Významné postavení ve společnosti rovněž zaujímá třídění odpadů.

3.3 Současnost

I přes špatné hospodářské výsledky si společnost nadále udržuje významné postavení v rámci společností AVL Group. V současné době je výroba pro podniky ve skupině stabilizována. V roce 2010 společnost AVL Moravia s. r. o. dosáhla druhých nejvyšších prodejů v historii. Dopad světové hospodářské krize se v roce 2010 projevil v důsledku výrazného poklesu objednávek v roce 2009, neboť výrobní cyklus v segmentu válcových zkušeben trvá okolo 6 měsíců a doba od získání objednávky a jejího dodání je obvykle delší než jeden rok. Celkové tržby za prodej vlastních výrobků a služeb tak poklesly ze 492 984 tis. Kč v roce 2009 na 433 641 tis. Kč v roce 2010.

Segment ZC (válcové zkušebny) představuje nejdůležitější oblast výroby. V roce 2010, kdy tvořil 84 % prodejů, zaznamenal prodej ve výši 364,4 mil. Kč (v roce 2009 411,6 mil. Kč). V tomto segmentu tedy došlo k výraznému poklesu. Z dlouhodobého pohledu dochází však k navyšování prodejů. Ty byly v roce 2008 ve výši 144, 8 mil. Kč.

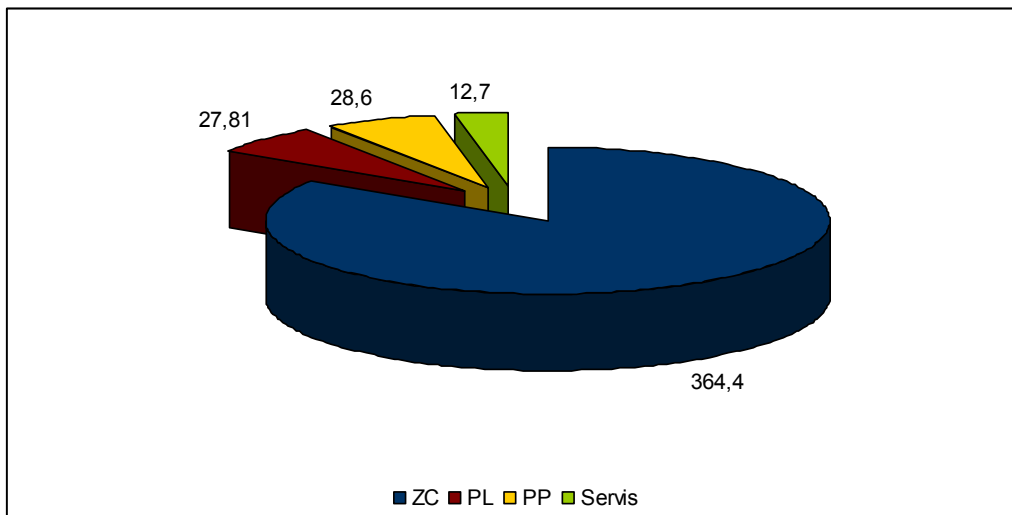
V segmentu PL (elektromagnetické a hydraulické dynamometry) došlo rovněž k poklesu prodeje v důsledku doznívající finanční krize a to především v oblasti hydraulických brzd. V roce 2010 byl objem prodeje ve výši 27,81 mil. Kč oproti 29,9 mil. Kč v roce 2009.

K výraznému oživení trhu došlo v segmentu PP (kontejnerové zkušebny a zkušební zařízení), který zaznamenal prodej ve výši 28,6 mil. Kč oproti 23,3 mil. Kč v roce 2009.

V segmentu Servis, který zahrnuje servisní zásahy u zákazníka a prodej náhradních dílů, došlo rovněž k výraznému poklesu. Objem prodeje v roce 2010 klesl z 28,1 mil. Kč

v roce 2009 na pouhých 12,7 mil. Kč. Je nutné však brát v úvahu, že se v roce 2010 změnila metodika vykazování uvedení do chodu vyráběných dynamometrů.

Graf 3.1 Objem prodeje za jednotlivé segmenty v roce 2010 (v mil. Kč)



Zdroj: Výroční zpráva za rok 2010, vlastní zpracování

Společnost v roce 2010 vykázala ztrátu ve výši 393 tis. Kč oproti roku 2009, kdy dosáhla zisku ve výši 3,966 mil. Kč. I tak lze považovat výsledek hospodaření za uspokojivý, neboť firma čelila nepříznivému vývoji směnných kurzů.

3.4 Strategická analýza

Hlavním cílem strategické analýzy je určit celkový výnosový potenciál oceňované společnosti, který je závislý na vnějším a vnitřním prostředí. Součástí kapitoly tedy bude analýza makroprostředí a mikroprostředí společnosti AVL Moravia s. r. o.

3.4.1 Analýza makroprostředí

Každá společnost je do jisté míry ovlivňována ekonomickým prostředím, v němž se nachází. Proto je nezbytné neustále sledovat a analyzovat vývoj alespoň základních ukazatelů ekonomického prostředí, mezi něž patří např. úroková míra, míra nezaměstnanosti, míra inflace, vývoj HDP či vývoj kurzu CZK/EUR.

Společnost AVL Moravia s. r. o. vykonává podnikatelskou činnost na území České republiky, avšak převážná část obchodů se uskutečňuje se společnostmi ve skupině, neboť za tímto účelem byla společnost také založena. Jelikož společnost obchoduje zejména se sesterskou společností AVL List GmbH v Rakousku a AVL Zöllner GmbH v Německu,

bude provedena analýza makroprostředí nejen v ČR, ale současně v Německu a Evropské unii.

Inflace působí na všechny podniky v ekonomice bez ohledu na oblast podnikání. Rozdílná je však velikost tohoto vlivu a schopnost podniku co nejrychleji reagovat na vývoj inflace.

V České republice má inflace ve sledovaných letech spíše variabilní charakter, příznivé však je, že se pohybuje na poměrně nízké úrovni. Nejnížší míry inflace bylo dosaženo v roce 2003, kdy nedocházelo k příliš vysokému pozitivnímu působení na ekonomický vývoj, a tudíž bylo příznivější podnikat na území Německa. K opačné situaci pak došlo v roce 2009, kdy došlo k výraznému poklesu míry inflace v Německu na 0,2 %. V tomto roce zaznamenala výrazný pokles současně i ČR a EU jako celek.

K nejvýraznějšímu růstu inflace, o 3,5 p. b., oproti průměru předchozího roku, došlo v roce 2008. Tento vývoj lze přisoudit nejen zvýšení cen ropy, ale také zvýšení administrativních nákladů, tedy zejména zvýšením snížené sazby daně, spotřební daně z cigaret, zavedením regulačních poplatků u lékaře či zvýšení cen regulovaného nájemného.

V roce 2011 dosáhla průměrná míra inflace 1,9 %. Pro rok 2012 se pak předpokládá inflace ve výši 3,2 %. Za růstem cenové hladiny budou stát především administrativní opatření týkající se nepřímých daní (zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 %) a změny regulovaných cen. Prognóza pro rok 2013 vychází zejména z předpokladu sjednocení sazeb DPH na 17,5 %. Předpokládaná průměrná míra inflace v tomto roce by se měla pohybovat okolo 1,5 %.

Tab. 3.1 Vývoj míry inflace v letech 2002 - 2010 (v %)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Míra inflace v EU - 27 | 2,1 | 2 | 2 | 2,2 | 2,2 | 2,3 | 3,7 | 1 | 2,1 |
| Míra inflace v Německu | 1,4 | 1 | 1,8 | 1,9 | 1,8 | 2,3 | 2,8 | 0,2 | 1,2 |
| Míra inflace v ČR | 1,8 | 0,1 | 2,8 | 1,9 | 2,5 | 2,8 | 6,3 | 1 | 1,5 |

Zdroj: ČSÚ, Eurostat

Hrubý domácí produkt vypovídá o celkové aktivitě ekonomiky. Od počátku sledovaného období procházela česká ekonomika růstem, který vyvrcholil na konci roku 2007. V roce 2004 byl tento příznivý vývoj způsoben vstupem ČR do Evropské unie a rozšířením exportních možností domácích výrobců a snížením daňového zatížení právnických osob. V roce 2006 se stal hlavním činitelem působícím na růst reálného hrubého

domácího produktu růst výdajů domácností v důsledku příznivého vývoje na trhu práce, kdy docházelo ke snižování nezaměstnanosti a růstu mezd.

V roce 2008 se začaly projevovat vlivy celosvětové finanční a hospodářské krize. Na vývoj reálného hrubého domácího produktu se podepsalo snížení zahraniční poptávky i domácí poptávky v důsledku zvýšení cen surovin a posílení kurzu koruny. V roce 2009 Česká republika vstoupila do recese. Mnoho podniků bylo nuceno odložit řadu investic a přijmout úsporná opatření v podobě omezení výroby, což mělo za následek zpomalení dodavatelů a mnozí z nich museli přejít k výraznému propouštění svých zaměstnanců. Toto období bylo nepříznivé i pro Německo a Evropskou unii jako celek, neboť rovněž v důsledku ekonomické krize vstoupili do recese.

V roce 2010 Česká republika zaznamenala ekonomický růst tažený především zahraniční poptávkou a zlepšením vnějšího ekonomického prostředí zejména v Německu.

V roce 2011 došlo ke zpomalení ekonomického růstu na 1,8 %. V dalších letech bude vývoj HDP pravděpodobně ovlivněn obavami z dopadů dluhové krize eurozóny, což se projeví zejména v poklesu výdajů domácností. Pro rok 2012 se očekává stagnace. V roce 2013 by pak mohlo dojít k růstu o 1,6 %.

Tab. 3.2 Meziroční rozdíly HDP v letech 2002 – 2010 (v %)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| HDP v EU - 27 | 1,3 | 1,4 | 2,5 | 2 | 3,3 | 3,2 | 0,3 | -4,3 | 2 |
| HDP v Německu | 0 | -0,4 | 1,2 | 0,7 | 3,7 | 3,3 | 1,1 | -5,1 | 3,7 |
| HDP v ČR | 1,9 | 3,6 | 4,5 | 6,3 | 6,8 | 6,1 | 2,5 | -4,1 | 2,7 |

Zdroj: ČSU, Eurostat

Nezaměstnanost je vyjádřena pomocí obecné míry nezaměstnanosti, která dává do poměru celkový počet nezaměstnaných a pracovní sílu.

Z tab. 3.3 je patrné, že v letech 2005 – 2008 docházelo v České republice ke snižování nezaměstnanosti. Tento trend byl způsoben větší poptávkou po zaměstnancích v důsledku vzniku nových nadnárodních firem na našem území. V roce 2009, kdy se již začínají plně projevovat důsledky ekonomické krize, dochází opět k nárůstu nezaměstnanosti, neboť mnoho firem muselo zavést úsporné balíčky a dochází k zániku menších podnikatelů.

Nezaměstnanost v Německu a v Evropské unii jako celku má podobnou tendenci jako v ČR., přičemž ve sledovaných letech se nezaměstnanost v tuzemsku pohybuje vždy pod průměrem EU.

V roce 2011 dosáhla nezaměstnanost vyšší úrovně (9,1 %), než se původně očekávalo. Pro následující rok se předpokládá její stagnace. K mírnému poklesu nezaměstnanosti by mělo dojít až koncem roku 2013.

Tab. 3.3 Míra nezaměstnanosti v letech 2002 – 2010 (v %)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Nezaměstnanost v EU - 27 | 8,9 | 9 | 9,1 | 9 | 8,2 | 7,2 | 7,1 | 9 | 9,6 |
| Nezaměstnanost v Německu | 8,4 | 9,3 | 9,8 | 11,2 | 10,3 | 8,7 | 7,5 | 7,8 | 7,1 |
| Nezaměstnanost v ČR | 7,3 | 7,8 | 8,3 | 7,9 | 7,1 | 5,3 | 4,4 | 6,7 | 7,3 |

Zdroj: ČSÚ, Eurostat

Kurz koruny je významným makroekonomickým ukazatelem zejména pro podniky obchodující se zahraničím, kdy při zhodnocování měny dochází ke zdražování domácích výrobků pro zahraniční odběratele a při vysokém kolísání kurzu je pro tuzemské výrobce obtížné odhadnout budoucí tržby.

Jelikož společnost AVL Moravia s. r. o. uskutečňuje obchody zejména se sesterskou společností v Německu a Rakousku, byl pro analýzu vybrán kurz koruny k euru.

Z tab. 3.4 vyplývá, že od roku 2004 dochází k posilování koruny v důsledku zlepšující se ekonomické situace a přílivu zahraničního kapitálu, což však negativně ovlivnilo domácí exportéry. V roce 2009, po několikaletém zhodnocování, koruna oslabila o 5,7 % oproti předešlému roku a následně v roce 2010 opět posílila o 4,6 %.

V následujících letech se předpokládá, že by česká koruna měla opět mírně posilovat. V roce 2012 by se měl kurz pohybovat na úrovni 24,9 CZK/EUR a v roce 2013 24,3 CZK/EUR.

Tab. 3.4 Vývoj měnového kurzu CZK/EUR v letech 2002 – 2010 (v %)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Kurz CZK/EUR | 31,8 | 31,8 | 31,9 | 29,8 | 28,3 | 27,8 | 24,9 | 26,4 | 25,3 |

Zdroj: ČSÚ

Úrokovými sazbami se centrální banka snaží stimulovat ekonomický růst. Chce-li tedy podpořit podnikání a pozitivně ovlivnit ekonomický vývoj, snižuje základní úrokové sazby.

Pro analýzu byla zvolena 2T REPO sazba České národní banky a marginal lending facility (mezni zápůjční sazba) Evropské centrální banky.

MLF jsou stálé prostředky Eurosystému, které mohou protistrany využít k získání úvěru od centrální banky přes noc za stanovenou úrokovou sazbu oproti způsobilým aktivům. 2T REPO sazba je sazba, za kterou odkupuje ČNB od obchodních bank jimi eskonované směnky.

V letech 2002 – 2006 vykazovaly obě sazby spíše variabilní tendenci, přičemž v roce 2007 dosáhly svého maxima za sledované období. V roce 2008 přešla Česká národní banka i Evropská centrální banka k expanzivní měnové politice. V důsledku stagnace ekonomického růstu a nastupující hospodářské recese začala snižovat úrokové sazby. V roce 2010 tak 2T REPO sazba i MLF dosáhly svého minima.

Tab. 3.5 Vývoj úrokových sazeb MLF a 2T REPO sazby za období 2002 – 2010 (v %)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| MLF | 3,75 | 3 | 3 | 3,25 | 4,5 | 5 | 3 | 1,75 | 1,75 |
| 2T REPO sazba | 2,5 | 2 | 2,5 | 2 | 2,5 | 3,5 | 2,25 | 1 | 0,75 |

Zdroj: ČNB, ECB

3.4.2 Analýza mikroprostředí

Oceňovaná firma AVL Moravia s. r. o. svou podnikatelskou činností spadá podle dříve uplatňované klasifikace OKEČ do odvětví 31 – výroba elektrických strojů a zařízení. Toto odvětví je charakteristické širokou nabídkou produkce určenou k výrobě ve zpracovatelském průmyslu, ve výrobě a rozvodu elektrické energie, dopravě, stavebnictví a spotřebitelském průmyslu. Největší část produkce tvoří elektromotory, generátory a transformátory.

Dle této klasifikace ekonomických činností bylo odvětví rozděleno do následujících oborů:

- 31.1 – výroba elektrických strojů a zařízení j.n.,
- 31.2 – výroba elektrických rozvodných, řídících a spínacích zařízení,
- 31.3 – výroba izolovaných vodičů a kabelů,
- 31.4 – výroba akumulátorů, primárních článků a baterií,
- 31.5 – výroba svítidel a elektrických zdrojů světla,
- 31.6 – výroba elektrických zařízení j.n.,

přičemž společnost AVL Moravia s. r. o. se řadí do oboru 31.6 výroba elektrických zařízení j.n.

Vývoj tržeb tohoto odvětví v období 2000 až 2008 byl velmi variabilní, kdy zaznamenal růst o 22 %, ale i pokles o téměř 4 %. Podíl jednotlivých oborů na celkových tržbách odvětví OKEČ 31 za prodej vlastních výrobků a služeb za rok 2008 zobrazuje následující tabulka.

Tab. 3.6 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb za období 2006 – 2008 (v tis. Kč.)

| | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|
| 31.1 Výr. elektr. motorů, gener., transformátorů | 36 725 953 | 41 254 712 | 42 567 742 |
| 31.2 Výr. elektr. rozvod. a spínacích zařízení | 50 721 332 | 54 147 390 | 53 906 855 |
| 31.3 Výr. izol. vodičů a kabelů | 27 103 688 | 28 249 642 | 23 472 307 |
| 31.4 Výr. akumulát., prim. článků a baterií | 6 866 717 | 8 575 232 | 8 208 427 |
| 31.5 Výr. svítidel a elektr. zdrojů světla | 9 937 435 | 11 258 436 | 9 882 086 |
| 31.6 Výr. elektr. zařiz. jinde neuvedených | 55 157 479 | 67 527 634 | 66 411 932 |
| OKEČ 31 | 186 512 604 | 211 013 046 | 204 449 349 |
| Meziroční index | x | 113,1 | 96,9 |

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2008

Z tabulky 3.6 je patrné, že v průběhu let 2006 až 2008 tržby za vlastní výrobky a služby nejprve vzrostly a poté klesly. Tento pokles byl způsoben snížením domácí poptávky a vstupem zahraničních firem na domácí trh. Největší nárůst v roce 2007 o 11,3 mld. Kč zaznamenal obor 31.1 – výroba elektrických zařízení j.n.

Cenový index SKP 31 se ve sledovaném období příliš nemění, neboť jednotlivé obory vykazují jen mírný nárůst nebo pokles. Snižování cen v oboru 31.6 – výroba elektrických zařízení j.n. zapříčinil zejména automobilový průmysl, kdy v důsledku velkosériové výroby došlo k lepšímu využití stávajících výrobních a úsporám nákladů. Vývoj cenového indexu SKP 31 zobrazuje tab. 3.7.

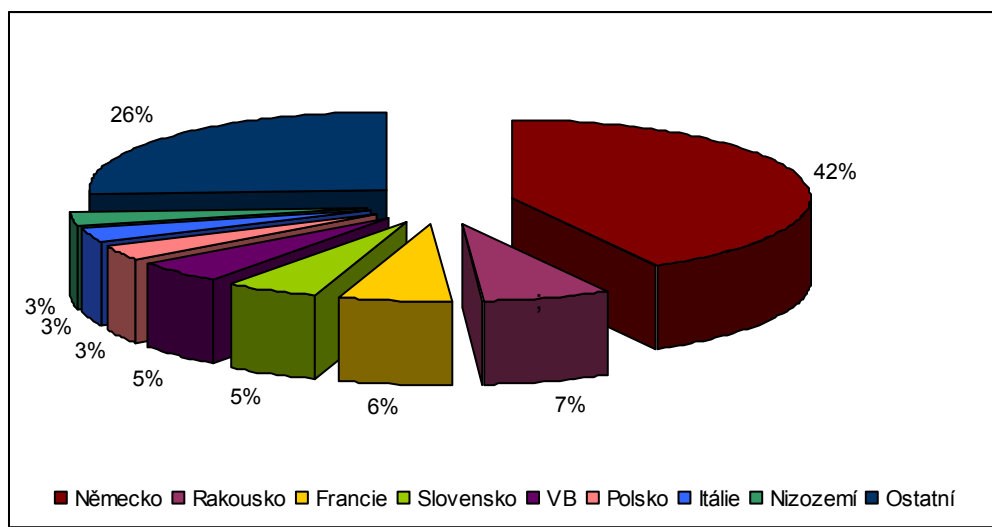
Tab. 3.7 Vývoj cenových indexů SKP 31 a SKP 30 v letech 2000 - 2008

| | 01/00 | 02/01 | 03/02 | 04/03 | 05/04 | 06/05 | 07/06 | 08/07 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| SKP 31.6 | 99,6 | 97 | 97 | 98,3 | 99,5 | 99,5 | 98,5 | 100 |
| SKP31 | 101 | 100 | 99 | 101 | 102 | 104 | 101 | 98,8 |

Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu 2008

V teritoriálním rozdělení vývozu a dovozu nedochází k výrazným změnám, jelikož dominantní postavení stále zaujímá Německo. Převažující podíl Německa na exportu a importu je zapříčiněn zejména vlastnickými vztahy, kdy jsou domácí firmy pod kontrolou zahraničních společností. Velmi často pak dochází k tomu, že mateřské společnosti zajišťují dodávky polotovarů a materiálu pro výrobce v ČR, od nichž pak odebírají hotové výrobky. Jako příklad je možné uvést společnosti Siemens, Kostal či Varta. Teritoriální strukturu vývozu za rok 2008 zobrazuje graf 3.2.

Graf 3.2 Teritoriální struktura vývozu za rok 2008



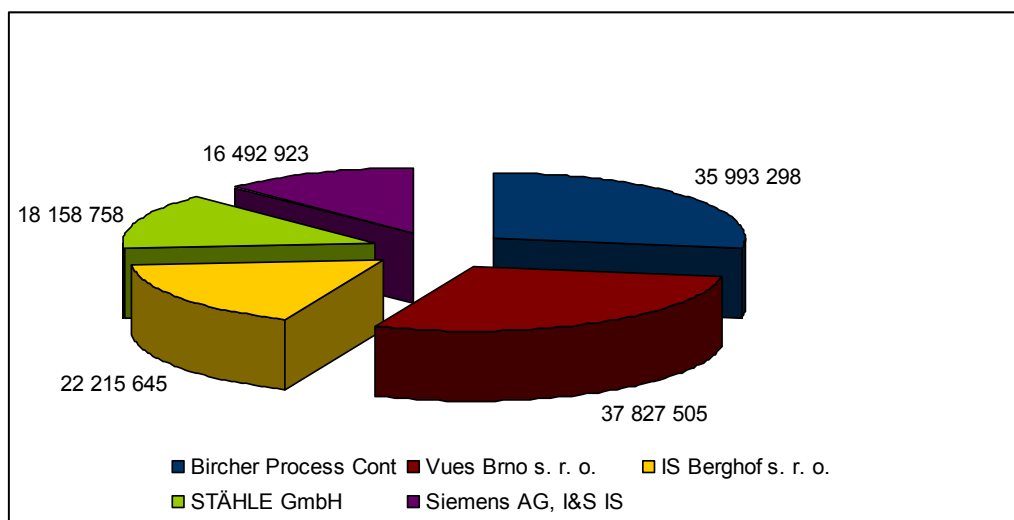
Zdroj: Panorama zpracovatelského průmyslu, vlastní zpracování

Česká republika je rovněž zajímavou oblastí pro investování z důvodu kvalitní pracovní síly, přičemž náklady na tuto sílu jsou nižší než Německu či Rakousku. K největšímu nárůstu přímých zahraničních investic došlo v oboru 31.6 – výroba elektrických zařízení j. n. a to zejména díky značnému podílu automobilového průmyslu.

Analýza dodavatelů

Společnost AVL Moravia s. r. o. nakupuje materiál od tuzemských i zahraničních dodavatelů, přičemž převážná část obchodů se uskutečňuje v rámci České republiky.

Graf 3.3 Struktura dodavatelů za rok 2010



Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

Z grafu 3.3 je patrné, že mezi největší domácí dodavatele patří Bircher Process Cont a Vues Brno s. r. o., jejichž obrat v roce 2010 přesahuje 35 mil. Kč. Největšími zahraničními dodavateli jsou německé společnosti STÄHLE GmbH a Siemens AG, I&S IS.

Analýza odběratelů

Společnost uskutečňuje převážnou část obchodu se společnostmi ve skupině, jelikož za tímto účelem byla také zřízena. Vzhledem k tomu, že se společnost AVL Moravia s. r. o. zabývá zejména výrobou zkušebních stánků, patří mezi největší odběratele německá sesterská společnost AVL Zöllner GmbH. Druhým největším odběratelem je společnost AVL List GmbH. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb tuzemským producentům má spíše doplňkový charakter.

Analýza konkurence

Výroba společnosti AVL Moravia s. r. o. je velmi specifická, a tudíž není příliš ohrožena konkurencí. Mezi největší konkurenty firmy patří tuzemská společnost MAHA Consulting s. r. o. a rakouská společnost HORIBA Europe GmbH, která v roce 2011 založila na území ČR organizační složku.

3.5 Finanční analýza

Tato část práce bude zaměřena na analýzu finanční pozice firmy pomocí horizontální a vertikální analýzy a vybraných ukazatelů finanční analýzy, tedy ukazatelů rentability, likvidity, aktivity a finanční stability a zadluženosti.

3.5.1 Horizontální analýza

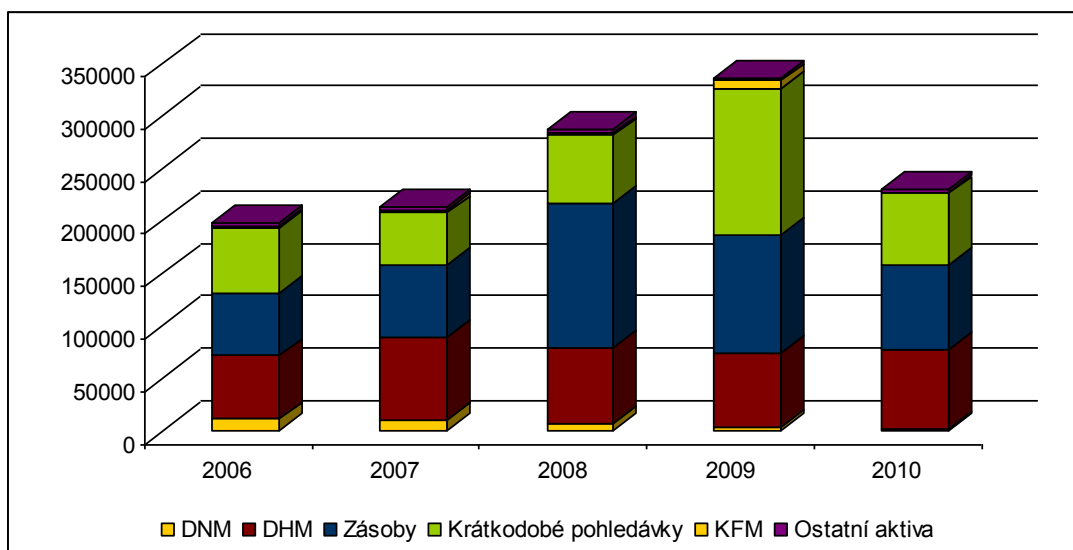
Součástí této kapitoly je horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku ztráty za období 2006 až 2010, která je uvedena v příloze 5, 6 a 7.

Celková aktiva společnosti ve sledovaném období spíše rostla, přičemž k nejvyššímu nárůstu došlo v meziročním období 2007 – 2008 o téměř 35 %. K poklesu došlo až v posledním ze sledovaných let, kdy jejich objem klesl o 34,48 %, tedy o 116 140 tis. Kč.

Podíváme-li se blíže na strukturu dlouhodobého majetku, je možné vidět výrazné změny u dlouhodobého nehmotného majetku a to v meziročním období 2006 – 2007 a 2007 – 2008, kdy poklesl o 35 % a následně o 53 %. Největší podíl na tomto vývoji měl software. U dlouhodobého hmotného majetku je zaznamenán největší nárůst v roce 2007 o 29 % a to v důsledku výstavby nové výrobní haly, kdy došlo ke zhodnocení staveb o 31 637 tis. Kč. V následujících letech je kolísání dlouhodobého hmotného majetku zanedbatelné.

Oběžná aktiva ve sledovaném pětiletém období vykazovala variabilní tendenci. K největšímu nárůstu o 68 % došlo v roce 2008 a následně pak v roce 2010 k výraznému poklesu o 45 %. Zásoby společnosti rostou do roku 2008, kdy bylo dosaženo zvýšení o 99 %. V dalších letech dochází k jejich poklesu. Krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek dosáhl největší meziroční změny v roce 2009 a to postupně o 117 % a 262 %.

Graf 3.4 Horizontální analýza aktivních rozvahových položek (v tis. Kč)

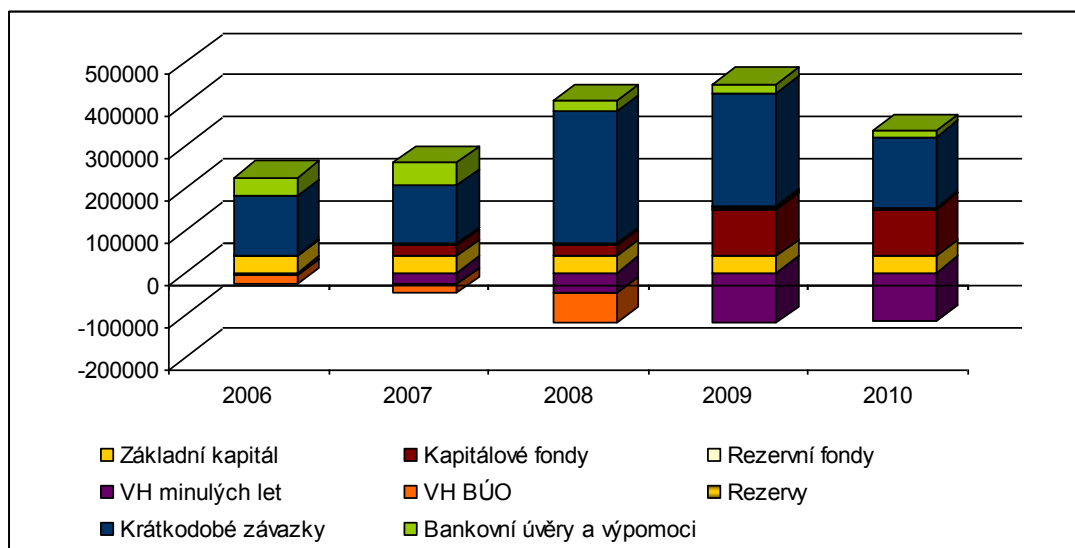


Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

Celková pasiva se v letech 2006 až 2010 vyvíjela stejně jako oběžná aktiva. Vlastní kapitál zaznamenal největší výkyv v roce 2008, kdy se dostal do záporných hodnot ve výši -54 474 tis. Kč (pokles o 420 %). V roce 2009 přistoupila mateřská společnost ke kapitalizaci a hodnota vlastního kapitálu tak vzrostla o 163 % v důsledku navýšení kapitálových fondů o 84 900 tis. Kč. Vývoj vlastního kapitálu rovněž výrazně ovlivňoval výsledek hospodaření běžného účetního období, který v roce 2008 klesl o 231 %.

Na vývoji cizích zdrojů se výrazně podílely dlouhodobé bankovní úvěry, u nichž došlo v roce 2007 ke splacení z 80 %. V roce 2008 pak společnost zcela splatila tyto úvěry a nadále disponovala pouze s krátkodobými bankovními úvěry.

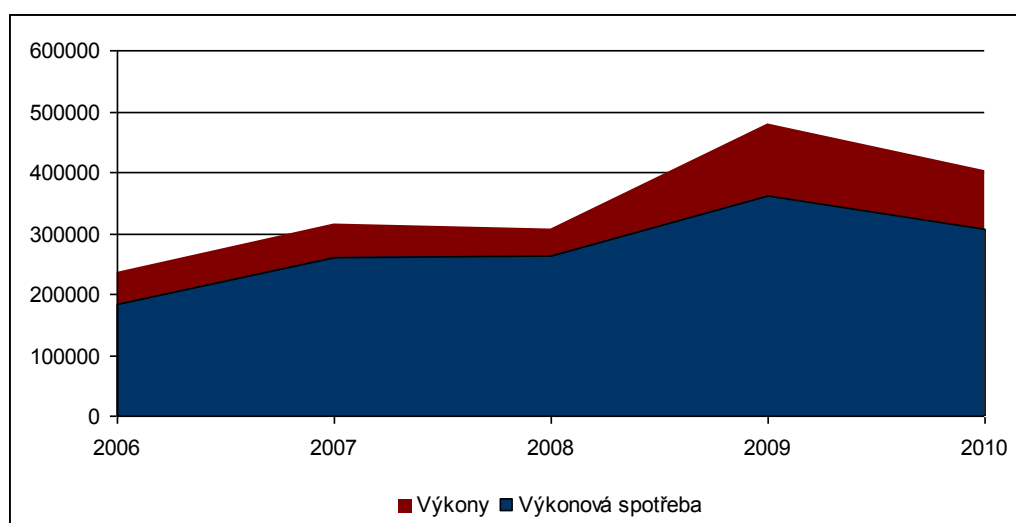
Graf 3.5 Horizontální analýza pasivních rozvahových položek (v tis. Kč)



Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

Z horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty je patrný příznivý vývoj nákladovosti podniku a to zejména v roce 2009, kdy podnikové výkony vzrostly o 55,94 % oproti předešlému roku, zatímco výkonová spotřeba o pouhých 37,62 %. Pozitivní vývoj nákladů v tomto roce potvrzuje nejen přidaná hodnota, která vzrostla o 164,02 %, ale i provozní výsledek hospodaření, jenž zaznamenal nárůst o 120 %.

Graf 3.6 Vývoj provozní ziskové marže (v tis. Kč)



Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

K největšímu propadu došlo u finančního výsledku hospodaření v roce 2008, kdy klesl o 86 761,9 %. Tento nepříznivý trend byl výrazně ovlivněn vývojem směnného kurzu koruny vůči euru, neboť firma má většinu závazků a pohledávek vedenou v Eurech a které vždy na konci roku přeceňuje.

Nepříznivý trend zaznamenala také položka daně a poplatky v důsledku změny koeficientu daně z nemovitosti v Hranicích na Moravě. V roce 2009 tak došlo k nárůstu o 165 %.

Poměrně stabilní položkou jsou osobní náklady. K největšímu růstu o 23 % došlo v roce 2008, kdy byla společnost nucena v důsledku situace na trhu práce výrazně zvýšit mzdy, aby si udržela kvalifikované zaměstnance.

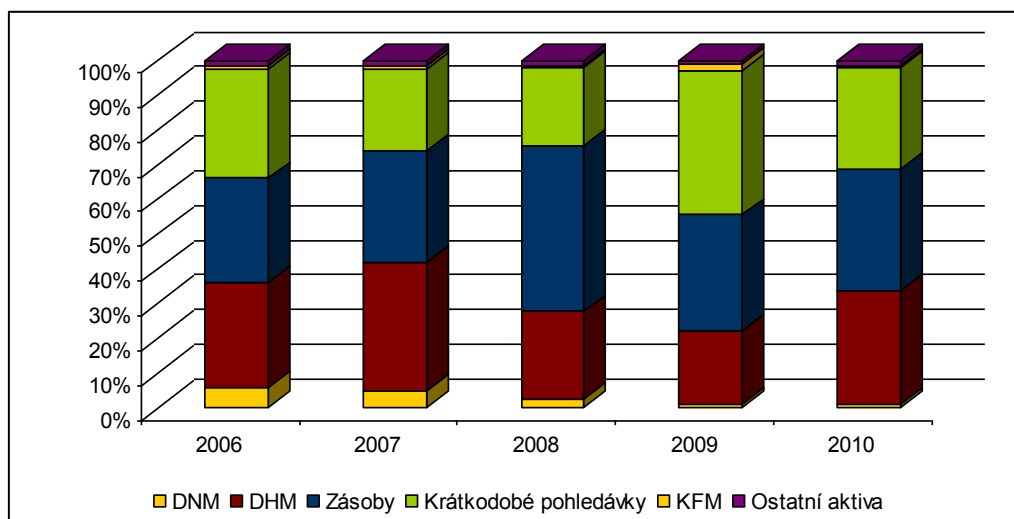
Příznivý vývoj vykazují nákladové úroky, neboť společnost postupně splatila dlouhodobé bankovní úvěry a od roku 2008 disponuje pouze s krátkodobým úvěrem investičního charakteru.

3.5.2 Vertikální analýza

V této části práce je provedena vertikální analýza vybraných položek rozvahy a výkazu zisku a ztráty za roky 2006 - 2010. Analýza struktury těchto výkazů je součástí přílohy 8, 9 a 10.

Celková aktiva společnosti jsou ve sledovaném období v průměru tvořena z 66 % oběžnými aktivy, zbylou část tvoří dlouhodobý majetek. Nejvýraznějšími položkami ve struktuře oběžných aktiv jsou krátkodobé pohledávky z obchodního styku a zásoby, zejména nedokončená výroba a polotovary, jejichž výše je odůvodněna výrobním cyklem zkušebních stánků, který se pohybuje okolo šesti měsíců.

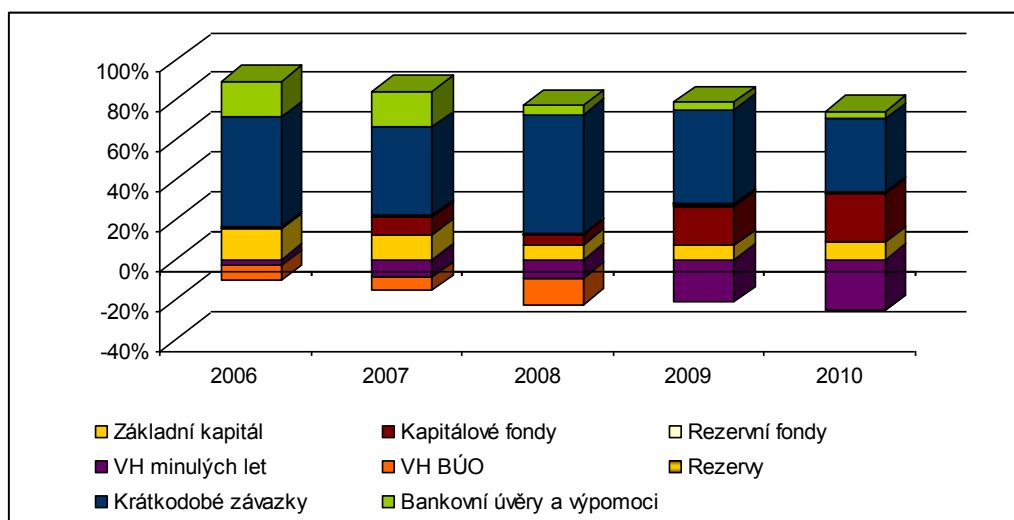
Graf 3.7 Vertikální analýza aktivních rozvahových položek (v %)



Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

Z analýzy struktury pasiv vyplývá, že podíl cizích zdrojů je výrazně vyšší oproti vlastnímu kapitálu. Tento podíl v roce 2008 dokonce přesáhl 100 % v důsledku záporného vlastního kapitálu. Hodnota cizího kapitálu je ovlivněna především krátkodobými zdroji. Při jejich analýze je však nutné brát v úvahu, že jsou jejich součástí i půjčky poskytnuté mateřskou společností, jejichž charakter krátkodobosti vyplývá ze smluv. Od roku 2009 je struktura vlastního kapitálu značně ovlivněna kapitálovými fondy, neboť v tomto roce došlo ke kapitalizaci mateřskou společností.

Graf 3.8 Vertikální analýza pasivních rozvahových položek



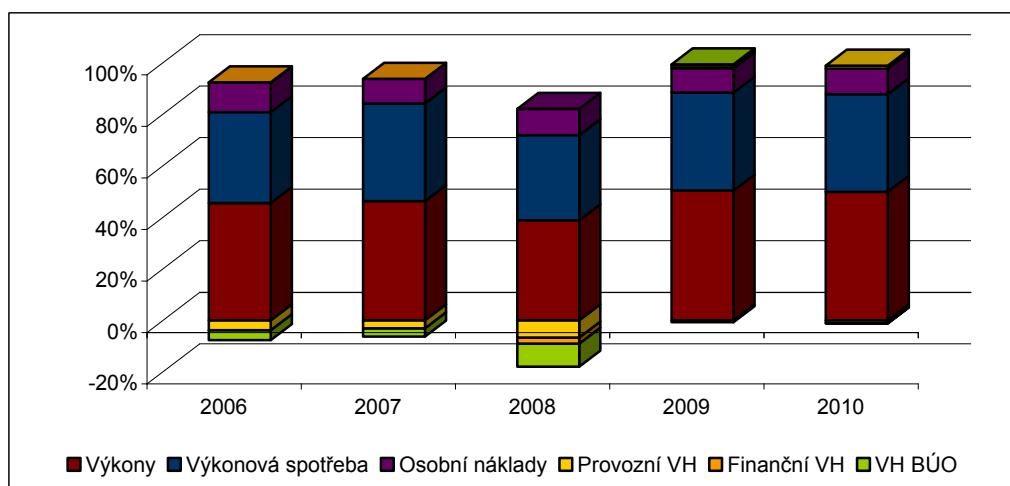
Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

Základem pro výpočet vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty jsou brány tržby za prodej vlastních výrobků a služeb, na nichž měly ve sledovaném období největší podíl podnikové výkony. Další výraznou položkou je výkonová spotřeba, která se na celkových tržbách společnosti za sledované období v průměru podílela z 81 %. Významnou nákladovou položkou jsou rovněž osobní náklady, které dosáhly největšího podílu na tržbách v roce 2008 v důsledku zvýšení mezd kvalifikovaných zaměstnanců.

Podíl provozního výsledku hospodaření je v letech 2006 až 2009 záporný, v následujících letech kladný a to ve výši okolo 2 %.

Negativně se na celkových tržbách společnosti podílí výsledek hospodaření za účetní období a to nejvíce v roce 2008, neboť odčerpává z celkových tržeb 26,66 %. Tento negativní vývoj je způsoben dosažením ztrát ve sledovaných letech, kdy pouze v roce 2009 bylo dosaženo zisku ve výši 3 966 tis. Kč.

Graf 3.9 Vertikální analýza vybraných položek výkazu zisku a ztráty (v %)



Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

3.5.3 Analýza poměrových ukazatelů

Ukazatele rentability vyjadřují výnosnost vložených zdrojů a jejich velikost je závislá na zisku společnosti. Vývoj ukazatelů rentability společnosti AVL Moravia s. r. o. za období 2006 až 2010 zobrazuje následující tabulka.

Tab. 3.8 Ukazatele rentability v letech 2006 až 2010 (v %)

| Ukazatel | Vzorec | Rok | | | | |
|--------------------------|--------------|---------|---------|--------|-------|-------|
| | | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Rentabilita aktiv | (2.4) | -8,13 | -6,71 | -21,73 | 2,95 | 1,37 |
| Rentabilita VK | (2.5) | -160,09 | -126,80 | x | 11,53 | -1,16 |
| Rentabilita tržeb | (2.6) | -8,38 | -6,95 | -26,66 | 0,80 | -0,09 |

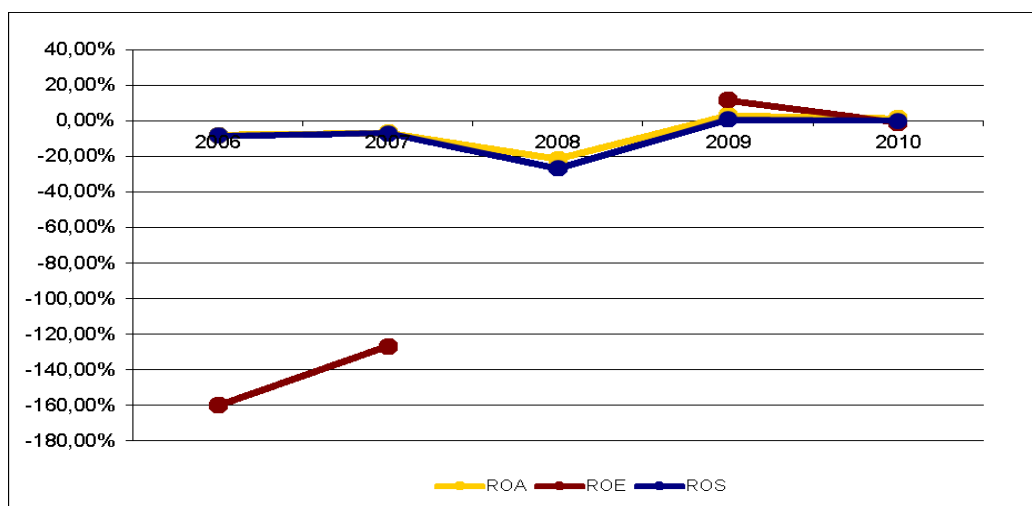
Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

Rentabilita aktiv je klíčovým měřítkem rentability podniku, neboť udává celkovou výnosnost podniku. Ve sledovaném období má ROA variabilní charakter, přičemž v letech 2006 až 2008 dosahuje záporných hodnot v důsledku dosažených ztrát. Nejvyšší ztráty z ukazatele bylo dosaženo v roce 2008, neboť na 1 korunu aktiv připadala ztráta ve výši 21,73 %. V následujícím roce, kdy společnost dosáhla kladného výsledku hospodaření, je vývoj ukazatele příznivější.

Rentabilita vlastního kapitálu má obdobný vývoj jako rentabilita aktiv, přičemž nejvyšší ztráty z podnikání bylo dosaženo v roce 2006, kdy na 1 korunu vloženého kapitálu připadala ztráta ve výši 160 %. V roce 2008 vykázala společnost záporný vlastní kapitál, proto v tomto roce nelze ROE zhodnotit.

Rentabilita tržeb rovněž vypovídá o nepříznivém vývoji ve firmě, jelikož ve sledovaném období připadala na jednu korunu tržeb ztráta. Příznivou hodnotu ukazatel vykázal pouze v roce 2009, kdy bylo dosaženo kladného výsledku hospodaření. Negativní vývoj ROS je pravděpodobně způsoben nízkými cenami výrobků. Vývoj ukazatelů rentability zobrazuje i graf 3.10.

Graf 3.10 Vývoj ukazatelů rentability



Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

Ukazatele aktivity měří vázanost kapitálu v jednotlivých složkách aktiv, tedy jak efektivně firma využívá svůj majetek. Hodnoty ukazatelů aktivity v letech 2006 až 2010 zobrazuje tab. 3.9.

Tab. 3.9 Ukazatele aktivity v letech 2006 až 2010 (ve dnech)

| Ukazatel | Vzorec | Rok | | | | |
|-------------------------------|---------------|------|------|------|------|------|
| | | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Doba obratu aktiv | (2.7) | 303 | 247 | 386 | 246 | 183 |
| Doba obratu zásob | (2.8) | 90 | 80 | 185 | 82 | 67 |
| Doba obratu pohledávek | (2.9) | 95 | 58 | 86 | 102 | 56 |
| Doba obratu a závazků | (2.10) | 213 | 160 | 423 | 195 | 139 |

Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

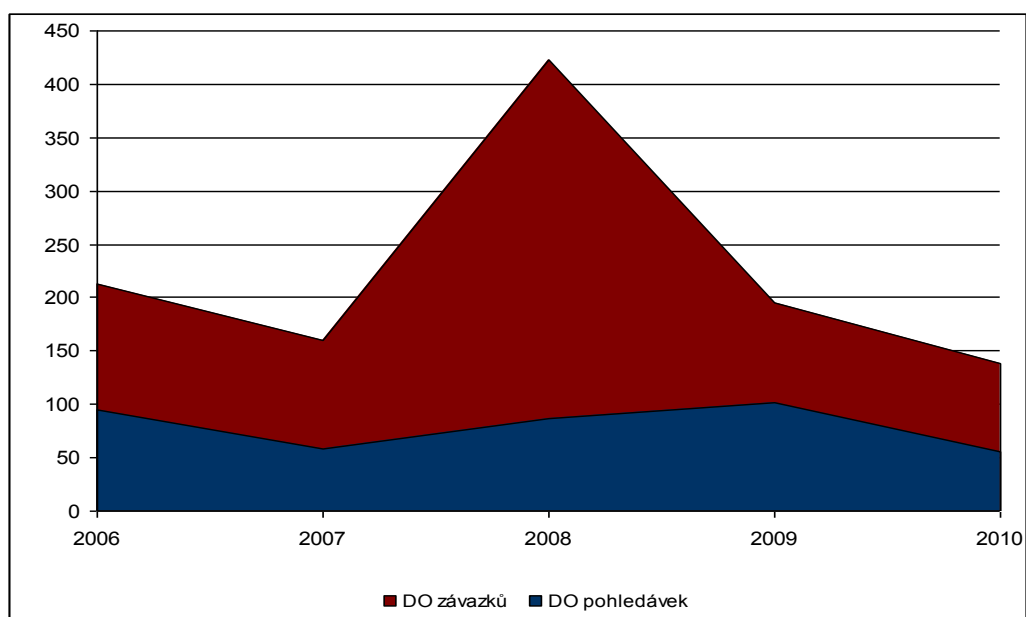
Ukazatel doby obratu aktiv udává, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv podniku ve vztahu k tržbám. Obecně platí, že by hodnota ukazatele měla být co nejnižší, avšak při analýze je nutné přihlížet ke struktuře majetku podniku. Vzhledem k tomu, že má společnost AVL Moravia s. r. o. větší část podnikových aktiv vázanou v oběžných aktivech, vykazuje příliš vysoké hodnoty ukazatele.

Hodnoty ukazatele doby obratu zásob se mohou zdát rovněž příliš vysoké. Je však nutné přihlídnout k tomu, že výrobní cyklus testovacích zkušeben je dlouhý 4 až 6 měsíců. Nejméně příznivých hodnot bylo dosaženo v roce 2008, kdy společnosti trvalo 185 dní, než přeměnila své zásoby v tržby.

Ukazatel doby obratu pohledávek je ovlivněn tím, že společnost má převážnou část odběratelů v rámci skupiny. Proto zde nehrozí riziko nesplacení i přesto, že se obvyklá lhůta splatnosti pohledávek by se měla pohybovat mezi 14 až 30 dny.

Doba obratu závazků rovněž vykazuje příliš vysoké hodnoty, což vypovídá o problému společnosti platit závazky včas. Je však nutné přihlédnout k tomu, že součástí krátkodobých závazků jsou půjčky od mateřské společnosti splatných na požádání. Splnění pravidla solventnosti zobrazuje následující graf. 3.11.

Graf 3.11 Pravidlo solventnosti



Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

Ukazatele likvidity vyjadřují schopnost podniku dostát svým závazkům. Vývoj likvidity ve společnosti AVL Moravia s. r. o. v letech 2006 až 2010 je zachycen v následující tabulce.

Tab. 3.10 Ukazatele likvidity v letech 2006 až 2010

| Ukazatel | Vzorec | Rok | | | | |
|---------------------------|---------------|------|------|------|------|------|
| | | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Celková likvidita | (2.11) | 0,72 | 0,72 | 0,60 | 0,90 | 0,77 |
| Pohotová likvidita | (2.12) | 0,38 | 0,31 | 0,19 | 0,51 | 0,32 |
| Okamžitá likvidita | (2.13) | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,02 | 0,01 |

Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

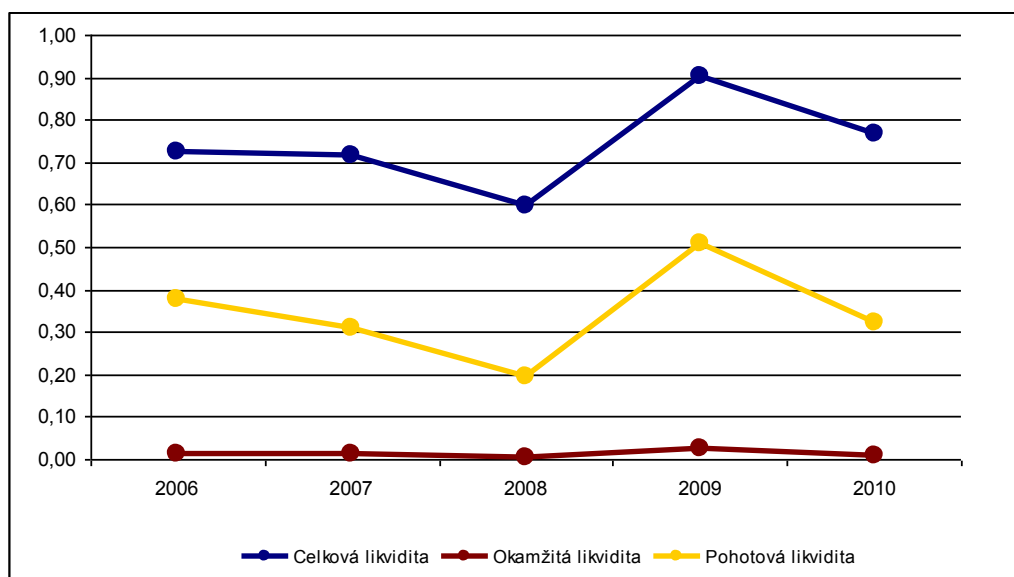
Obecně platí, že celková likvidita by se měla pohybovat v intervalu 1,5 – 2,5, což společnost nesplňuje v žádném ze sledovaných let. Hodnoty nižší než 1 naznačují, že podnik využívá část krátkodobých zdrojů k financování dlouhodobého majetku, a proto nemá dostatek pohotových finančních prostředků k uhrazení závazků splatných v nejbližší době. Nejpriznivější hodnotu ukazatele vykazuje společnost v roce 2009, kdy byla hodnota krátkodobých závazků vzhledem k oběžným aktivům nejnižší.

Ukazatel pohotové likvidity odstraňuje z výpočtu nejméně likvidní část oběžných aktiv, tedy zásoby. Uvádí se, že by měl dosahovat hodnot mezi 1 – 1,5. Společnost AVL Moravia s. r. o. se pohybuje hluboko pod tímto intervalem. Pokud by tedy chtěla uhradit veškeré své krátkodobé závazky, musela by přistoupit k prodeji části zásob.

Ukazatel okamžité likvidity počítá s nejlídnější částí oběžných aktiv, tedy peněžními prostředky a peněžními ekvivalenty. Ekonomická teorie uvádí optimální hodnotu ukazatele ve výši 0,2. Společnost téměř ve všech letech udržuje okamžitou likviditu na nízké úrovni 0,01. Jedním z důvodů negativního vývoje okamžité likvidity může být to, že společnost ke konci každého roku odvádí část peněžních prostředků na účet mateřské společnosti.

Při posouzení likvidity společnosti AVL Moravia s. r. o. je nutné přihlédnout ke skutečnosti, že součástí krátkodobých závazků jsou půjčky od mateřské společnosti, která jsou však hrazeny pouze v případě, kdy má společnost k dispozici dostatek volných finančních prostředků. Vývoj ukazatelů likvidity zachycuje rovněž následující graf.

Graf 3.12 Vývoj ukazatelů likvidity



Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

Finanční stabilita podniku je odvozena od majetkové struktury podniku, tedy od poměru mezi vlastním a cizím kapitálem. Hlavním cílem ukazatelů zadluženosti a finanční stability je nalézt optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem. Vývoj vybraných ukazatelů v letech 2006 až 2010 zobrazuje následující tabulka

Tab. 3.11 Ukazatele zadluženosti a finanční stability v letech 2006 až 2010

| Ukazatel | Vzorec | Rok | | | | |
|----------------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| Celková zadluženost (v %) | (2.14) | 93,78 | 92,02 | 118,93 | 89,79 | 84,55 |
| Podíl VK na A (v %) | (2.15) | 6,22 | 7,98 | -18,93 | 10,21 | 15,41 |
| Úrokové krytí | (2.16) | -4,44 | -1,97 | -6,98 | 1,66 | 0,89 |
| Úrokové zatížení | (2.17) | -0,23 | -0,51 | -0,14 | 0,60 | 1,13 |

Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

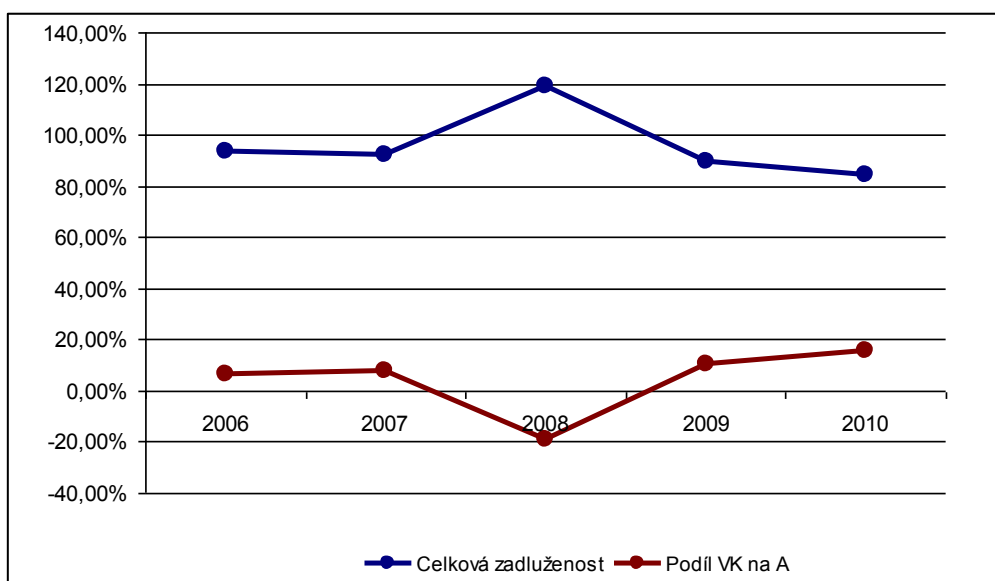
Ukazatel celkové zadluženosti měří podíl, v jakém jsou celková aktiva financována cizími zdroji. Z analýzy vyplývá, že je podnik vysoce zadlužen, neboť hodnoty ukazatele ve všech sledovaných letech přesahují 80 %. Nejvyšší zadluženosti bylo dosaženo v roce 2008, kdy ukazatel dosáhl hodnoty 118,79 % v důsledku záporné hodnoty vlastního kapitálu ve výši -54 474 tis. Kč.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech vyjadřuje, z jaké části jsou podniková aktiva kryta vlastním kapitálem. Hodnoty ukazatele rovněž potvrzují vysoké zadlužení společnosti AVL Moravia s. r. o., neboť dosahují příliš nízkých hodnot. U obou ukazatelů je nutné rovněž přihlížet k půjčkám poskytnutých mateřskou společností.

Úrokové krytí udává, kolikrát jsou nákladové úroky kryty vytvořeným efektem podniku. V letech 2006 až 2008 si podnik nevydělá ani placené úroky. V následujících letech je vývoj příznivější v důsledku kladného EBITu. V roce 2009 vytvořený zisk pokryl úroky téměř dvakrát, ale i přesto je tato hodnota příliš nízká.

Úrokové zatížení vypovídá o tom, jaká část vytvořeného zisku je odčerpána úroky. Vzhledem k zápornému EBITu v prvních třech sledovaných letech je hodnota ukazatele záporná, V roce 2009 a 2010 pak ukazatel vykazuje kladné hodnoty. Ty lze považovat za poměrné příznivé, neboť podnik splatil veškeré své dlouhodobé bankovní úvěry a splácí pouze krátkodobé bankovní úvěry, z nichž neplatí příliš vysoké úroky.

Graf 3.13 Vývoj ukazatelů zadluženosti a finanční stability



Zdroj: Výroční zprávy, vlastní zpracování

3.5.4 SWOT analýza

Cílem této analýzy je identifikovat silné a slabé stránky společnosti a příležitosti a hrozby dané okolím na základě výše provedené strategické a finanční analýzy. SWOT analýzu společnosti AVL Moravia s. r. o. zachycuje tab. 3.12.

Tab. 3.12 SWOT analýza společnosti AVL Moravia s. r. o.

| Silné stánky | Slabé stránky |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - specifická výroba - dlouhodobá tradice - kvalifikovaní pracovníci - financování ztrát mateřskou společností - snižování nákladovosti | <ul style="list-style-type: none"> - respektování ekologických norem - kolísavé hospodářské výsledky - nízká rentabilita - nízká likvidita - vysoká zadluženost |
| Příležitosti | Hrozby |
| <ul style="list-style-type: none"> - využívání nových technologií - malá konkurence - orientace na zahraniční trh (především na Německo a Rakousko) - růstový potenciál daného odvětví | <ul style="list-style-type: none"> - nepříznivý vývoj kurzu koruny vůči euru - nebezpečí přesunutí výroby konkurenční firmy HORIBA Europe GmbH na území České republiky |

3.6 Finanční plán

Jak již bylo výše zmíněno, pro stanovení hodnoty firmy výnosovými metodami je nutné nejprve sestavit dlouhodobý finanční plán vycházející z finančních výkazů oceňované společnosti. Součástí této kapitoly je tedy sestavení dlouhodobého finančního plánu společnosti AVL Moravia s. r. o. na období 2011 až 2015, který je součástí přílohy 11, 12, 13 a 14.

3.6.1 Plán výkazu zisku a ztráty

Plán výkazu zisku a ztráty slouží ke stanovení prognózy výsledku hospodaření za účetní období, tedy čistého zisku. Skládá se ze dvou dílčích částí a to plánu provozního výsledku hospodaření a plánu finančního výsledku hospodaření.

Plán provozního výsledku hospodaření

Provozní výsledek hospodaření je tvořen výnosy a náklady související s běžnou činností podniku. Plán vývoje těchto položek na období 2011 až 2015 je popsán níže.

Plán výkonů

Výkony společnosti jsou představovány tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb, změnou stavu zásob vlastní činnosti a aktivací. Plán vývoje těchto položek zachycuje tab. 3.13.

Tab. 3.13 Plán výkonů (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>Výkony</i> | 446 545 | 485 014 | 485 320 | 526 835 | 571 645 |
| <i>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</i> | 477 005 | 515 166 | 515 166 | 556 379 | 600 889 |
| <i>Změna stavu zásob vlastní činnosti</i> | -30 595 | -30 285 | -29 977 | -29 673 | -29 372 |
| <i>Aktivace</i> | 135 | 133 | 132 | 130 | 128 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Společnost AVL Moravia s. r. o., díky své specifické výrobě, nemá na území České republiky žádnou významnou konkurenci a většinu jejich obrátů tvoří obchody se sesterskými společnostmi. Proto by bylo spíše vhodné stanovit tempo růstu tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb na úrovni konkurence těchto společností. Z důvodu nedostatku informací jsou však tržby stanoveny dle průměrného meziročního tempa růstu tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb za předcházející období.

Jelikož se oceňovaná společnost řadí do cyklického odvětví, které reaguje v důsledku délky výrobního cyklu testovacích stánků opožděně o jedno období, je stanoven pro první rok plánu růst ve výši 10 %, což odpovídá průměrnému meziročnímu růstu za analyzované období. Pro rok 2012 jsou tržby za prodej vlastních výrobků a služeb naplánovány ve výši 8 %. V roce 2013 je očekávaná stagnace tržeb v důsledku stagnace HDP v roce 2012. V letech 2014 a 2015 společnost očekává opět meziroční růst tržeb o 8 %.

Změna stavu zásob vlastní činnosti má ve sledovaných letech spíše variabilní charakter. V letech 2011 tato položka stagnuje na úrovni posledního analyzovaného roku. V následujících letech pak předpokládá pokles ve výši odpovídající průměrnému poklesu za období 2006 až 2010 ve výši 1,45 %.

Položka aktivace vykazovala rovněž v analyzovaném období variabilní charakter. V plánovaném období se počítá s meziročním poklesem o 1,35 %, což odpovídá průměrnému meziročnímu poklesu za předcházející období.

Plán výkonové spotřeby

Výkonová spotřeba společnosti je tvořena spotřebou materiálu a energie a službami. Plán těchto položek zobrazuje následující tabulka.

Tab. 3.14 Plán výkonové spotřeby (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <i>Výkonová spotřeba</i> | 361 925 | 397 954 | 400 631 | 434 902 | 471 893 |
| <i>Spotřeba materiálu a energie</i> | 260 961 | 288 292 | 290 901 | 315 785 | 342 644 |
| <i>Služby</i> | 100 964 | 109 662 | 109 731 | 119 117 | 129 249 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Vzhledem k hlavní podnikatelské činnosti představuje spotřeba materiálu a energie významnou část výkonové spotřeby. Její budoucí plánovaný vývoj je stanoven poměrem k výkonům. V roce 2010 byl tento poměr ve výši 58,44 %, který byla společnost schopna udržet i v roce 2011. V roce 2012 je předpokládán nárůst tohoto podílu o 1 b. p. v důsledku zvýšení snížené sazby DPH, s čímž porostou zejména ceny energií, a v roce 2013 o 1,5 p. b. oproti roku 2011 v důsledku zavedení jednotné daně. Pro roky 2014 a 2015 se předpokládá konstantní podíl spotřeby materiálu a energie na výkonech společnosti na úrovni roku 2013.

Položka služeb je stanovena z průměrného podílu na výkonech společnosti 2006 až 2010. V následujících letech se předpokládá udržení tohoto podílu a to ve výši 22,61 %.

Plán přidané hodnoty

Přidaná hodnota je představována součtem obchodní marže a výkonů snížených o výkonovou spotřebu. Plánovaný vývoj přidané hodnoty dle výše uvedené predikce zobrazuje tab. 3.15.

Tab. 3.15 Plán přidané hodnoty (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Přidaná hodnota | 84 620 | 87 060 | 84 688 | 91 933 | 99 752 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Plán osobních nákladů

Osobní náklady společnosti AVL Moravia s. r. o. jsou tvořeny mzdovými náklady, náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění a sociálními náklady. Plán těchto položek zachycuje tab. 3.16.

Tab. 3.16 Plán osobních nákladů (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osobní náklady | 72 696 | 78 511 | 75 060 | 81 064 | 87 550 |
| Mzdové náklady | 52 471 | 56 668 | 54 092 | 58 420 | 63 093 |
| Náklady na sociální zabezpečení a zdr. pojištění | 17 840 | 19 267 | 18 391 | 19 863 | 21 452 |
| Sociální náklady | 2 385 | 2 576 | 2 576 | 2 782 | 3 004 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Mzdové náklady společnosti se v letech 2006 až 2010 na celkových tržbách společnosti podílely průměrně ve výši 16 %. Tato vysoká hodnota průměrného podílu je však způsobena výrazným navýšením mezd kvalifikovaným zaměstnancům v roce 2008. Pro plánované období společnost předpokládá mzdové náklady ve výši 11 % z tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.

Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění jsou tvořeny povinnými odvody zaměstnavatele v celkové výši 34 % ze mzdových nákladů. Po celé plánované období se předpokládá, že ve výši těchto odvodů nedojde k žádné změně.

Sociální náklady jsou stanoveny dle průměrného podílu na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb za předcházející období ve výši 0,5 %.

Plán ostatních položek provozního výsledku hospodaření

Ostatními položkami, jež se podílejí na provozním výsledku hospodaření, jsou ostatní daně a poplatky, odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku, tržby z prodeje dlouhodobého majetku, zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku, změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období a ostatní výnosy a náklady. Prognózu jejich vývoje zachycuje následující tabulka.

Tab. 3.17 Plán ostatních položek provozního výsledku hospodaření (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|-------|--------|-------|-------|-------|
| Daně a poplatky | 1 048 | 1 279 | 1 560 | 1 903 | 2 322 |
| Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku | 4 655 | 4 088 | 3 787 | 3 544 | 3 322 |
| Tržby z prodeje dlouhodobého majetku | 384 | 288 | 216 | 162 | 122 |
| Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku | 73 | 55 | 41 | 31 | 23 |
| Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období | 0 | -3 251 | 0 | 0 | 0 |
| Ostatní provozní výnosy | 2 341 | 2 341 | 2 341 | 2 341 | 2 341 |
| Ostatní provozní náklady | 2 768 | 2 768 | 2 768 | 2 768 | 2 768 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Ostatní daně a poplatky zaznamenaly v předcházejícím období průměrný růst o 22 %. Tento růst bude zachován i pro plánované období 2011 až 2015.

Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku jsou stanoveny ve výši 6 % z konečného stavu dlouhodobého majetku v předcházejícím roce.

Položka tržeb z prodeje dlouhodobého majetku v plánovaném období průměrně klesají o 25 %, což odpovídá průměrnému meziročnímu poklesu za předcházející období 2006 až 2010.

Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku je stanovena dle průměrného podílu na tržbách z prodeje dlouhodobého majetku ve výši 19 % za předcházející pětileté období.

Společnost předpokládá čerpání rezerv v plné výši v roce 2012. Proto je v ostatních letech hodnota položky změna stavu rezerv nulová.

Ostatní provozní výnosy a náklady jsou stanoveny na stejné úrovni, jež odpovídá průměrné výši z předcházejícího období.

Plán finančního výsledku hospodaření

Finanční výsledek hospodaření společnosti AVL Moravia s. r. o. je tvořen výnosovými úroky, výnosovými náklady, ostatními finančními výnosy a ostatními finančními náklady. Jejich vývoj pro plánované období 2011 až 2015 zachycuje tab. 3.18.

Tab. 3.18 Plán finančního výsledku hospodaření (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Výnosové úroky | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| Nákladové úrok | 3 660 | 2 866 | 2 072 | 1 278 | 484 |
| Ostatní finanční výnosy | 12 679 | 12 679 | 12 679 | 12 679 | 12 679 |
| Ostatní finanční náklady | 13 723 | 13 723 | 13 723 | 13 723 | 13 723 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Položky výnosové úroky, ostatní finanční výnosy a ostatní finanční náklady jsou stanoveny na konstantní úrovni po celé plánované období, odpovídající průměrné výši těchto položek za analyzované období.

Nákladové úroky jsou vypočteny dle průměrného podílu za období 2006 až 2010 na celkovém stavu bankovních úvěrů a to ve výši 21,23 %.

Plán výsledku hospodaření za účetní období

Prognózu vývoje výsledku hospodaření společnosti AVL Moravia s. r. o. na období 2011 až 2015 zachycuje následující tabulka.

Tab. 3.19 Plán výsledku hospodaření za účetní období (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| Provozní výsledek hospodaření | 6 105 | 6 239 | 4 030 | 5 125 | 6 230 |
| Finanční výsledek hospodaření | -4 665 | -3 871 | -3 077 | -2 283 | -1 489 |
| Daň z příjmů za běžnou činnost | 274 | 450 | 181 | 540 | 901 |
| Výsledek hospodaření za běžnou činnost | 1 440 | 2 368 | 953 | 2 842 | 4 741 |
| Výsledek hospodaření za účetní období | 1 167 | 1 918 | 772 | 2 302 | 3 840 |
| Výsledek hospodaření před zdaněním | 1 440 | 2 368 | 953 | 2 842 | 4 741 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledek hospodaření za účetní období je tvořen součtem provozního a finančního výsledku hospodaření po odečtu daní, přičemž společnost předpokládá konstantní výši daní na úrovni 19 % po celé prognózované období.

3.6.2 Plán rozvahy

Plánovaná rozvaha společnosti AVL Moravia s. r. o. se skládá ze dvou částí, a to plánu aktiv a plánu pasiv na období 2011 až 2015.

Plán aktiv

Celková aktiva oceňované společnosti jsou tvořena dlouhodobým majetkem, oběžným majetkem a časovým rozlišením. Dílčí plány pro jednotlivé položky aktiv jsou uvedeny níže.

Plán dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek oceňované společnosti je tvořen dlouhodobým hmotným majetkem a dlouhodobým nehmotným majetkem. Plán těchto položek na období 2011 až 2015 je zachycen v tab. 3.20.

Tab. 3.20 Plán dlouhodobého majetku (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Dlouhodobý majetek | 63 139 | 63 112 | 59 069 | 55 368 | 51 937 |
| Dlouhodobý nehmotný majetek | 90 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dlouhodobý hmotný majetek | 68 049 | 63 112 | 59 069 | 55 368 | 51 937 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Dlouhodobý nehmotný majetek je tvořen softwarem a nedokončeným dlouhodobým majetkem. V rámci položky software nejsou plánovány do budoucna žádné investice, přičemž pokles je stanoven ve výši průměrného meziročního poklesu za analyzované období. Hodnota softwaru tak bude v prvním plánovaném roce činit 90 tis. Kč, v následujících letech bude nulová.

Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek se v rozvaze vyskytuje nepravidelně a ve variabilní výši, proto nebude v plánu zahrnut.

Součástí dlouhodobého hmotného majetku společnosti jsou pozemky, stavby, samostatné movité věci, jiný dlouhodobý hmotný majetek, nedokončený dlouhodobý hmotný majetek a poskytnuté zálohy na nedokončený dlouhodobý hmotný majetek. Pozemky byly v letech 2006 až 2010 v konstantní výši 1 929 tis. Kč. Stejná hodnota je plánována i pro nadcházející období. Stavby, samostatné movité věci a soubory movitých věcí jsou plánovány dle plánovaných investic společnosti. Jiný dlouhodobý hmotný majetek

a nedokončený dlouhodobý hmotný majetek jsou plánovány dle průměrného poklesu za analyzované období. Hodnota obou položek proto bude v následujících letech nulová.

Plán oběžných aktiv

Oběžná aktiva společnost AVL Moravia s. r. o. jsou tvořena zásobami, krátkodobými pohledávkami a krátkodobým finančním majetkem. Vývoj těchto položek zobrazuje následující tabulka.

Tab. 3.21 Plán oběžných aktiv (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Oběžná aktiva | 155 019 | 152 285 | 162 832 | 174 701 | 188 289 |
| Zásoby | 88 674 | 88 674 | 95 768 | 103 430 | 111 704 |
| Krátkodobé pohledávky | 61 227 | 60 060 | 63 707 | 67 937 | 72 719 |
| Krátkodobý finanční majetek | 1 987 | 419 | 225 | 203 | 735 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Zásoby jsou přímo vázány ve výrobním procesu podniku. Jejich plán se tedy bude odvíjet z plánu tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb. V roce 2011 tak vzrostly jednotlivé složky zásob o 10 %. Stagnace je však očekávaná již v roce 2012. V následujících letech pak společnost předpokládá růst potřeby zásob o 8 %. Stejný vývoj je očekáván i u pohledávek z obchodních vztahů.

Ostatní položky krátkodobých pohledávek jsou stanoveny ve výši průměrného meziročního poklesu za analyzované období.

Plán krátkodobého finančního majetku je převzat z výkazu cash-flow, přičemž poměr mezi hotovými penězi a penězi na účtech je stanoven v poměru 17 % a 82 %, což odpovídá poměru roku 2010.

Plán ostatních aktiv

Ostatní aktiva společnosti AVL Moravia s. r. o. jsou tvořena časovým rozlišením, a to konkrétně náklady příštích období, komplexními náklady příštích období a příjmy příštích období. Vývoj těchto položek zachycuje tab. 3.22.

Tab. 3.22 Plán ostatních aktiv (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Časové rozlišení | 3 131 | 3 131 | 3 131 | 3 131 | 3 131 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Všechny položky časového rozlišení byly stanoveny na konstantní úrovni z roku 2010.

Plán pasiv

Součástí této kapitoly je sestavení finančního plánu dílčích položek pasiv, která jsou tvořena vlastním kapitálem, cizími zdroji a přechodnými účty aktiv, na období 2011 až 2015.

Plán vlastního kapitálu

Vlastní kapitál společnosti AVL Moravia s. r. o. je tvořen základním kapitálem, kapitálovými fondy, rezervními fondy a ostatními fondy ze zisku, výsledkem hospodaření minulých let a výsledkem hospodaření běžného účetního období. Plánovaný vývoj těchto položek zobrazuje následující tabulka.

Tab. 3.23 Plán vlastního kapitálu (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|
| Vlastní kapitál | 39 398 | 37 083 | 37 854 | 40 156 | 43 996 |
| Základní kapitál | 39 000 | 39 000 | 39 000 | 39 000 | 39 000 |
| Kapitálové fondy | 111 140 | 111 140 | 111 140 | 111 140 | 111 140 |
| Rezervní fond a ostatní fondy ze zisku | 720 | 720 | 720 | 720 | 720 |
| Výsledek hospodaření minulých let | -116 862 | -115 695 | -113 777 | -113 006 | -110 704 |
| Výsledek hospodaření běžného účetního období | 1 167 | 1 918 | 772 | 2 302 | 3 840 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Položky základní kapitál, kapitálové fondy a rezervní fondy jsou stanoveny v konstantní výši pro celé plánované období.

Výsledek hospodaření minulých let získáme součtem výsledku hospodaření běžného účetního období a výsledku hospodaření minulých let po odečtení přidělů do zákonných rezervních fondů, statutárních fondů a ostatních fondů.

Výsledek hospodaření běžného účetního období je převzat z plánu výkazu zisku a ztráty.

Plán cizích zdrojů

Cizí zdroje oceňované společnosti byly v analyzovaném období tvořeny rezervami, dlouhodobými závazky, krátkodobými závazky, bankovními úvěry a výpomoci. Vývoj těchto položek v plánovaném pětiletém období zachycuje tab. 3.24.

Tab. 3.24 Plán cizích zdrojů (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Cizí zdroje | 186 761 | 178 314 | 184 046 | 189 913 | 196 229 |
| Rezervy | 3 251 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dlouhodobé závazky | 265 | 142 | 19 | 0 | 0 |
| Krátkodobé závazky | 165 914 | 164 581 | 174 175 | 188 801 | 193 856 |
| Bankovní úvěry a výpomoci | 17 239 | 13 500 | 9 760 | 6 021 | 2 281 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Rezervy společnosti jsou tvořeny ostatními rezervami vytvořenými na záruční opravy a na nevyčerpanou dovolenou. V roce 2012 dojde k čerpání těchto rezerv a jejich hodnota bude proto nulová.

Dlouhodobé závazky jsou tvořeny jinými dlouhodobými závazky. Do budoucna se předpokládá jejich pokles a to ve výši odpovídající poklesu v meziročním období 2009 až 2010.

Krátkodobé závazky jsou tvořeny krátkodobými závazky z obchodních vztahů, závazky ke společníkům, závazky k zaměstnancům, závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, daňovými závazky vůči státu a dotacemi, krátkodobými přijatými zálohami a dohadnými účty pasivními. Krátkodobé závazky z obchodních vztahů jsou stanoveny stejně jako krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů. Závazky ke společníkům vycházejí z plánu společnosti. Závazky k zaměstnancům jsou plánovány jako průměrný podíl na mzdových nákladech za předcházející období ve výši 5,9 %. Obdobně jsou stanoveny i závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění. Ty jsou však tvořeny ve výši 11 % z nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění.

Růst položek stát – daňové závazky a dotace a krátkodobé přijaté zálohy jsou stanoveny ve výši průměrného meziročního růstu za analyzované období a to postupně o 2 % a 10 %.

Bankovní úvěry a výpomoci jsou tvořeny pouze krátkodobými bankovními úvěry. V roce 2011 plánuje společnost jejich zvýšení o 1 000 tis. Kč na provozní účely. V následujících letech bude docházet k jejich splácení a to v průměrné výši za analyzované období.

Plán ostatních pasiv

Ostatní pasiva společnosti jsou tvořena časovým rozlišením, tedy konkrétně výdaji příštích období. Plán vývoje ukazuje následující tabulka.

Tab. 3.25 Plán ostatních pasiv (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Časové rozlišení | 92 | 92 | 92 | 92 | 92 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Stejně jako položky ostatních aktiv jsou položky ostatních pasiv plánovány v konstantní výši na úrovni roku 2010.

3.6.3 Plán výkazu cash – flow

Plán výkazu cash–flow slouží k prognóze vývoje peněžních toků společnosti. Skládá se ze čtyř dílčích částí a to plánu peněžních toků z provozní činnosti, plánu peněžních toků z investiční činnosti a plánu peněžních toků z finanční činnosti.

Plán peněžních toků z provozní činnosti

Plán peněžních toků z provozní činnosti vychází ze změn vývoje položek nutných k běžnému provozu společnosti. Jejich vývoj zachycuje následující tabulka.

Tab. 3.26 Plán peněžních toků z provozní činnosti (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Čistý zisk | 1 167 | 1 918 | 772 | 2 302 | 3 840 |
| Odpisy | 4 655 | 4 088 | 3 787 | 3 544 | 3 322 |
| Změna stavu rezerv | 0 | -3 251 | 0 | 0 | 0 |
| Zisk z prodeje stálých aktiv | 311 | 233 | 175 | 131 | 98 |
| Změna stavu krátkodobých pohledávek | 6 458 | 1 167 | -3 647 | -4 230 | -4 782 |
| Změna stavu krátkodobých závazků | -783 | -1 333 | 9 594 | 9 626 | 10 055 |
| Změna stavu zásob | -7 645 | 0 | -7 094 | -7 661 | -8 274 |
| Plán peněžních toků z provozní činnosti | 4 163 | 2 822 | 3 586 | 3 712 | 4 260 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Čistý zisk, odpisy, změna stavu rezerv a zisk z prodeje stálých aktiv jsou převzaty z plánu výkazu zisku a ztráty.

Změna stavu krátkodobých pohledávek a krátkodobých závazků pak vychází z plánované rozvahy společnosti a to odečtením konečného stavu v předcházejícím roce od konečného stavu v běžném roce při užití vhodných znamének.

Plán peněžních toků z investiční činnosti

Plán peněžních toků z investiční činnosti je dán součtem obnovovacích a rozvojových investic do dlouhodobého majetku a příjmy z prodeje dlouhodobého majetku. Výši plánovaných investic zachycuje tab. 3.27.

Tab. 3.27 Plán peněžních toků z investiční činnosti (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|--------|------|------|------|------|
| Investice do dlouhodobého majetku | -4 793 | -939 | -257 | -156 | -110 |
| Příjmy spojené s prodejem stálých aktiv | 384 | 288 | 216 | 162 | 122 |
| Plán peněžní toků z investiční činnosti | -4 409 | -651 | -41 | 6 | 12 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Obnovovací investice jsou dány velikostí odpisů a rozvojové investice představují rozdíl mezi konečným stavem dlouhodobého majetku v běžném roce a konečným stavem dlouhodobého majetku v roce předcházejícím. Příjmy z prodeje dlouhodobého majetku odpovídají tržbám z prodeje dlouhodobého majetku.

Plán peněžních toků z finanční činnosti

Peněžní toky společnosti AVL Moravia s. r. o. jsou tvořeny bankovními úvěry. Jejich růst či pokles zjistíme z plánované rozvahy odečtením konečného stavu bankovních úvěrů a výpomocí v předcházejícím roce od konečného stavu této položky v běžném roce. Prognózu vývoje zobrazuje následující tabulka.

Tab. 3.28 Plán peněžních toků z finanční činnosti (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|-------|--------|--------|--------|--------|
| Změna stavu bankovní úvěrů | 1 000 | -3 740 | -3 740 | -3 740 | -3 740 |
| Plán peněžních toků z finanční činnosti | 1 000 | -3 740 | -3 740 | -3 740 | -3 740 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Plán konečného stavu peněžních prostředků

Plán konečného stavu peněžních prostředků je dán součtem dílčích plánů peněžních toků a počátečního stavu peněžních prostředků. Prognózu vývoje konečného stavu peněžních prostředků zachycuje tab. 3.29.

Tab. 3.29 Plán konečného stavu peněžních prostředků (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| Počáteční stav peněžních prostředků | 1 233 | 1 987 | 419 | 225 | 203 |
| Plán peněžních toků z investiční činnosti | 4 163 | 2 822 | 3 586 | 3 712 | 4 260 |
| Plán peněžní toků z investiční činnosti | -4 409 | -651 | -41 | 6 | 12 |
| Plán peněžních toků z finanční činnosti | 1 000 | -3 740 | -3 740 | -3 740 | -3 740 |
| Konečný stav peněžních prostředků | 1 987 | 419 | 225 | 203 | 735 |

Zdroj: Vlastní zpracování

3.6.4 Stanovení nákladů kapitálu

Náklady kapitálu představují pro podnik výdaj nutný k získání určitého druhu kapitálu. Náklady vlastního kapitálu zde budou stanoveny pomocí stavebnicové metody Ministerstva průmyslu a obchodu, kdy je nejprve nutné vyčíslit celkové náklady nezadlužené firmy $WACC_U$ a následně náklady na vlastní kapitál R_E .

Bezriziková sazba

Bezriziková sazba je odvozena od výnosu desetiletých státních dluhopisů. Pro její výpočet byly použity údaje z finančních analýz podnikové sféry Ministerstva průmyslu a obchodu, kdy byl stanoven meziroční pokles o 0,015 p. b., odpovídající průměrnému poklesu za období 2006 až 2010.

Tab. 3.30 Stanovení bezrizikové sazby

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------------|------|------|------|------|------|
| Bezriziková sazba (v %) | 3,70 | 3,68 | 3,67 | 3,66 | 3,64 |

Zdroj: MPO, vlastní zpracování

Riziková přírážka charakterizující podnikatelské riziko

Tato přírážka porovnává ukazatel $EBIT/A$ s ukazatelem $X1$ vypočteným dle vzorce (2.28). Jelikož se ve všech letech ukazatel $EBIT/A$ pohybuje v intervalu $\langle 0; X1 \rangle$, je hodnota rizikové přírážky za podnikatelské riziko vypočtena dle vzorce (2.29) následovně

Tab. 3.31 Stanovení rizikové přírážky za podnikatelské riziko

| Riziková přírážka za podnikatelské riziko | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|------|------|------|------|------|
| $EBIT/A$ | 0,02 | 0,02 | 0,01 | 0,02 | 0,02 |
| $X1$ | 0,05 | 0,05 | 0,05 | 0,04 | 0,04 |
| $R_{podnikatelské}$ (v %) | 3,05 | 2,63 | 4,91 | 3,36 | 2,19 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Riziková přírážka za finanční stabilitu

Při výpočtu rizikové přírážky za finanční stabilitu se vychází z ukazatele celkové likvidity podniku $L3$, která se porovnává s mezními hodnotami $XL1=1$ a $XL2=2$. Z tab. 3.32 je patrné, že je v celém plánovaném období $L3 \leq XL1$. Proto bude velikost přírážky stanovena ve výši 10 %.

Tab. 3.32 Stanovení rizikové přírážky za finanční stabilitu

| Riziková přírážka za finanční stabilitu | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| L3 | 0,85 | 0,86 | 0,89 | 0,92 | 0,96 |
| XL1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| XL2 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 |
| $R_{fin.stab.}$ (v %) | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 | 10,00 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Riziková přírážka charakterizující velikost podniku

Pro stanovení této přírážky je nejprve nutné určit velikost úplatných zdrojů UZ jako součet vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a obligací. Ty se poté porovnávají s mezními hodnotami. Jelikož je hodnota $UZ \leq 100 \text{ mil. Kč}$, je hodnota přírážky charakterizující velikost podniku na úrovni 5 %.

Tab. 3.33 Stanovení rizikové přírážky charakterizující velikost podniku

| Riziková přírážka charakterizující velikost podniku | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| UZ (v tis. Kč) | 53 637 | 50 582 | 47 614 | 46 177 | 46 277 |
| R_{LA} (v %) | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Po sečtení bezrizikové sazby a rizikové přírážky je možné vyčíslit celkové náklady nezadlužené firmy $WACC_U$ a následně náklady vlastního kapitálu R_E dle vzorce (2.27) takto

Tab. 3.34 Stanovení nákladu vlastního kapitálu (v %)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| $WACC_U$ | 21,76 | 21,31 | 23,58 | 22,02 | 20,83 |
| R_E | 23,90 | 22,81 | 25,23 | 22,74 | 21,02 |

Zdroj: Vlastní zpracování

3.6.5 Stanovení hodnoty podniku vybranými metodami

V této části práce bude provedeno ocenění společnosti AVL Moravia s. r. o. k 1. 1. 2011 metodou *DCF-Equity* a metodou čistých kapitalizovaných zisků, a to dvoufázově. První fáze bude trvat čtyři roky. Pátým rokem začne druhá fáze, za předpokladu trvání do nekonečna.

Stanovení hodnoty podniku metodou DCF – Equity

Metody *DCF* jsou v praxi nejčastěji používanými metodami stanovení hodnoty firmy. Pro ocenění společnosti AVL Moravia s. r. o. bude použita metoda *DCF-Equity*, která slouží ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu. Nejprve je však nutné vymezit volné finanční toky pro vlastníky *FCFE* dle vzorce (2.37). Údaje pro výpočet jsou brány z plánované rozvahy a plánovaného výkazu zisku a ztráty. Hodnota vlastního kapitálu společnosti je stanovena na základě údajů uvedených v tab. 3.35 a vzorců (2.46), (2.47) a (2.48).

Tab. 3.35 Stanovení hodnoty firmy metodou *DCF-Equity* (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| <i>FCFE</i> | 12 831 | 4 939 | 2 418 | 4 550 | 6 001 |
| <i>R_E</i> (v %) | 23,90 | 22,81 | 25,23 | 22,74 | 21,02 |
| <i>Diskontní faktor</i> | 0,8071 | 0,6630 | 0,5092 | 0,4406 | |
| <i>Diskontované FCFE</i> | 10 356 | 3 275 | 1 231 | 2 005 | |
| <i>Hodnota firmy v 1. fázi</i> | 16 866 | | | | |
| <i>PH</i> | 28 547 | | | | |
| <i>Hodnota firmy ve 2. fázi</i> | 12 206 | | | | |
| <i>Hodnota firmy</i> | 29 072 | | | | |

Zdroj: Vlastní zpracování

Z výpočtu vyplývá, že hodnota vlastního kapitálu společnosti AVL Moravia s. r. o., stanovená dvoufázovou výnosovou metodou, činí 29 072 tis. Kč, přičemž hodnota první fáze je 16 866 tis. Kč a druhé 12 206 tis. Kč. Pokračující hodnota, jež udává hodnotu firmy za druhou fázi počátku druhé fáze, je ve výši 28 547 tis. Kč.

Stanovení hodnoty podniku metodou čistých kapitalizovaných zisků

Pomocí metody čistých kapitalizovaných zisků lze stanovit hodnotu vlastního kapitálu dvěma způsoby, a to analyticky nebo paušálně. Jelikož je paušální metoda charakteristická tím, že nevyužívá predikovaných dat, ale vychází z dat historických a nezahrnuje do výpočtu

růstový potenciál podniku, je ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu společnosti AVL Moravia s. r. o. využita analytická metoda.

Výpočet hodnoty vlastního kapitálu analytickou metodou lze téměř ztotožnit s metodou *DCF*. Na rozdíl od metody *DCF-Equity* však analytická metoda nepočítá s volnými finančními toky pro vlastníky *FCFE*, ale upraveným výsledkem hospodaření. Úprava výsledku hospodaření je zaměřena především na eliminaci jednorázových vlivů a vlivů z provozně nepotřebného majetku. Konkrétně tedy dochází k úpravám o:

- nepravidelné výnosy a náklady,
- jednorázové výnosy a náklady,
- náklady a výnosy z provozně nepotřebného majetku,
- mzdy společníků aj.

Hlavní rozdíl mezi těmito metodami je v tom, že zatímco metoda *DCF-Equity* vychází z odhadu peněžních prostředků, jež jsou určené k rozdělení pro vlastníky a tyto peníze lze na základě platných pravidel rozdělit, analytická metoda čistých kapitalizovaných zisků je založena na zisku společnosti, kdy se předpokládá dostatek finančních prostředků k rozdělení. Další odlišnost je možné spatřit v obtížnosti plánu investic. V rámci metody *DCF-Equity* představuje jejich prognóza nejhůře odhadnutelnou položku nutnou k vymezení *FCFE*, zatímco u metody čistých kapitalizovaných zisků se promítají do výnosů prostřednictvím odpisů.

V důsledku nedostatku informací je pro propočet hodnoty vlastního kapitálu použit predikovaný čistý zisk. Náklady kapitálu jsou stanoveny na stejné úrovni jako u metody *DCF-Equity*. Výslednou hodnotu zachycuje následující tabulka.

Tab. 3.36 Stanovení hodnoty firmy metodou kapitalizovaných zisků – analyticky (v tis. Kč)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| EAT | 1 167 | 1 918 | 772 | 2 302 | 3 840 |
| R_E (v %) | 23,90 | 22,81 | 25,23 | 22,74 | 21,02 |
| Diskontní faktor | 0,8071 | 0,6630 | 0,5092 | 0,4406 | |
| Diskontovaný EAT | 942 | 1 272 | 393 | 1 014 | |
| Hodnota firmy v 1. fázi | 3 620 | | | | |
| PH | 18 268 | | | | |
| Hodnota firmy ve 2. fázi | 7 811 | | | | |
| Hodnota firmy | 11 431 | | | | |

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota vlastního kapitálu metodou čistých kapitalizovaných zisků je v první fázi vyčíslena ve výši 3 620 tis. Kč, ve druhé fázi ve výši 7 811 tis. Kč, přičemž pokračující hodnota činí 18 268 tis. Kč. Celková hodnota vlastního kapitálu společnosti AVL Moravia s. r. o. je 11 432 tis. Kč.

4 Zhodnocení dosažených výsledků

V současných ekonomických podmínkách význam ocenění podniků neustále roste, neboť je nejen důležitým nástrojem finančního řízení firmy, ale slouží také pro rozhodování potencionálních investorů a věřitelů. V této diplomové práci byly použity pro stanovení tržní hodnoty firmy k 1. 1. 2011 dvě výnosové metody, metoda *DCF-Equity* a analytická metoda čistých kapitalizovaných zisků. Obě metody byly vypočteny dvoufázově, přičemž první fáze začíná rokem 2011 a trvá čtyři roky, druhá fáze začíná rokem 2015 do nekonečna. Základním předpokladem je neomezené trvání podniku. Výsledkem obou metod je stanovení hodnoty vlastního kapitálu.

Metody byly aplikovány na společnost AVL Moravia s. r. o., jejíž hlavní podnikatelskou činností je konstrukce, výroba a montáž mechanických a elektrických součástí a testovacích zařízení pro automobilový průmysl. Společnost, díky své specifické výrobě, nemá na území České republiky výraznou konkurenci. Dalším charakteristickým znakem společnosti je uskutečňování většiny obchodů se společnostmi ve skupině, zejména se společnostmi AVL Zöllner GmbH a AVL List GmbH.

V tab. 3.37 jsou uvedeny výsledné hodnoty vlastního kapitálu včetně účetní hodnoty vlastního kapitálu k 31. 12. 2010.

Tab. 3.37 Výsledné hodnoty vlastního kapitálu (v tis. Kč)

| | <i>Účetní hodnota</i> | <i>DCF- Equity</i> | <i>Kapitalizované čisté zisky</i> |
|-----------------------------------|-----------------------|--------------------|-----------------------------------|
| Hodnota vlastního kapitálu | 33 998 | 29 072 | 11 431 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota vlastního kapitálu společnosti AVL Moravia s. r. o. stanovená metodou *DCF-Equity* činí 29 072 tis. Kč. Pomocí metody kapitalizovaných čistých zisků tato hodnota byla vyčíslena ve výši 11 431 tis. Kč. Z výpočtu je patrné, že se výsledné hodnoty obou metod výrazně liší. Důvodem jsou zejména použítá vstupní data, neboť jak již bylo výše zmíněno, zatímco metoda *DCF – Equity* vychází z prognózovaných volných finančních toků pro vlastníky *FCFE*, analytická varianta metody čistých kapitalizovaných zisků vychází z predikovaných čistých zisků z důvodu nedostatku informací. V případě, kdy by byl tento zisk upravován o jednorázové vlivy a vlivy provozně nepotřebného majetku, měly by se obě hodnoty přibližovat.

Účetní hodnota vlastního kapitálu k 31. 12. 2010 činila 33 998 tis. Kč. Lze tedy konstatovat, že tržní hodnota vlastního kapitálu je nižší než účetní. To může

být zapříčiněno mnoha faktory, jimiž jsou např. vysoká hodnota krátkodobých závazků či vysoké náklady vlastního kapitálu.

Po ocenění podniku byla pro obě metody provedena analýza citlivosti výsledné hodnoty vlastního kapitálu na změnu dat vstupujících do výpočtu, která je součástí přílohy 15 a 16. U metody *DCF-Equity* byl zkoumán vliv volných finančních toků pro vlastníky *FCFE* a nákladů vlastního kapitálu R_E a u analytické metody čistých kapitalizovaných zisků vliv čistého zisku a rovněž vliv nákladů na vlastní kapitál R_E . Tyto vstupní parametry byly postupně změněny o $\pm 6\%$, $\pm 4\%$ a $\pm 2\%$.

Tab. 3.38 Analýza citlivosti – *DCF-Equity*

| | -6,00% | -4,00% | -2,00% | 0,00% | 2,00% | 4,00% | 6,00% |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Změna volných finančních toků pro vlastníky <i>FCFE</i> | | | | | | | |
| Hodnota VK (v tis. Kč) | 27 328 | 27 909 | 28 491 | 29 072 | 29 653 | 30 235 | 30 816 |
| Změna hodnoty VK | -6,00% | -4,00% | -2,00% | 0,00% | 2,00% | 4,00% | 6,00% |
| Změna nákladů vlastního kapitálu <i>RE</i> | | | | | | | |
| Hodnota VK (v tis. Kč) | 30 798 | 30 198 | 29 623 | 29 072 | 28 543 | 28 035 | 27 547 |
| Změna hodnoty VK | 5,94% | 3,87% | 1,90% | 0,00% | -1,82% | -3,57% | -5,25% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tab. 3.38 je patrné, že výsledná hodnota vlastního kapitálu společnosti AVL Moravia s. r. o. stanovená dvoufázovou výnosovou metodou *DCF-Equity* je vyšší při změně volných finančních toků pro vlastníky *FCFE*. V případě, kdy se zvýší *FCFE* o 6 %, zvýší se výsledná hodnota vlastního kapitálu o 6 %. A naopak, při poklesu *FCFE* o 6 % dojde k poklesu hodnoty vlastního kapitálu společnosti o 6 %. Růst R_E o 6 % způsobí pokles hodnoty vlastního kapitálu o 5,25 % a naopak pokles R_E o 6 % zvýší hodnotu vlastního kapitálu o 5,94 %

Hodnota vlastního kapitálu stanovená touto metodou by se měla pohybovat v rozmezí od 27 328 tis. Kč do 30 816 tis. Kč.

Tab. 3.39 Vliv změny dílčích parametrů FCFE na výslednou hodnotu firmy

| Dílčí parametry FCFE | Změna hodnoty VK (v %) | | | | | | |
|----------------------|------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | -6,00 % | -4,00 % | -2,00 % | 0,00 % | 2,00 % | 4,00 % | 6,00 % |
| <i>EAT</i> | -2,36 | -1,57 | -0,79 | 0,00 | 0,79 | 1,57 | 2,36 |
| <i>Odpisy</i> | -3,45 | -2,30 | -1,15 | 0,00 | 1,15 | 2,30 | 3,45 |
| Δ ČPK | -1,83 | -1,22 | -0,61 | 0,00 | 0,61 | 1,22 | 1,83 |
| <i>Investice</i> | -1,01 | -0,68 | -0,34 | 0,00 | 0,34 | 0,68 | 1,01 |
| <i>Salto úvěrů</i> | 2,65 | 1,77 | 0,88 | 0,00 | -0,88 | -1,77 | -2,65 |

Zdroj: Vlastní zpracování

Podíváme-li se blíže na vliv jednotlivých parametrů vstupujících do FCFE, který zachycuje tab. 3.39, na výslednou hodnotu firmy, je patrné, že negativní vliv má pouze saldo úvěrů. V případě, kdy tedy dojde ke zvýšení salda o 6 %, sníží se hodnota vlastního kapitálu o 2,65 % a naopak při snížení o 6 % vzroste hodnota vlastního kapitálu o 2,65 %. Ostatní parametry mají pozitivní vliv, přičemž největší změnu způsobuje změna odpisů. Dojde-li ke zvýšení odpisů o 6 %, zvýší se hodnota vlastního kapitálu o 3,45 % a naopak při jejich snížení o 6 % klesne hodnota vlastního kapitálu o 3,45 %. Nejmenší vliv na hodnotu vlastního kapitálu mají investice.

Tab. 3.40 Analýza citlivosti – analytická metoda čistých kapitalizovaných zisků

| | -6,00% | -4,00% | -2,00% | 0,00% | 2,00% | 4,00% | 6,00% |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Změna čistého zisku EAT | | | | | | | |
| <i>Hodnota VK (v tis. Kč)</i> | 10 745 | 10 974 | 11 202 | 11 431 | 11 660 | 11 888 | 12 117 |
| <i>Změna hodnoty VK</i> | -6,00% | -4,00% | -2,00% | 0,00 % | 2,00% | 4,00% | 6,00% |
| Změna nákladů vlastního kapitálu RE | | | | | | | |
| <i>Hodnota VK (v tis. Kč)</i> | 12 030 | 11 823 | 11 624 | 11 431 | 11 245 | 11 066 | 10 892 |
| <i>Změna hodnoty VK</i> | 5,24% | 3,43% | 1,68% | 0,00 % | -1,63% | -3,19% | -4,71% |

Zdroj: Vlastní zpracování

Hodnota vlastního kapitálu stanovená analyticky metodou čistých kapitalizovaných zisků reaguje více na změnu čistého zisku. Zvýší-li se zisk společnosti o 6 %, hodnota vlastního kapitálu vzroste také o 6 % a naopak, při poklesu zisku o 6 % se sníží hodnota vlastního kapitálu o 6 %. Z tab. 3.40 je rovněž patrný negativní vliv změny nákladů vlastního kapitálu R_E , kdy při jejich zvýšení o 6 % dojde k poklesu hodnoty o 4,71 % a naopak při jejich snížení se zvýší hodnota vlastního kapitálu o 5,24 %.

Hodnota vlastního kapitálu by se měla pohybovat v intervalu od 10 745 tis. Kč do 12 117 tis. Kč.

5 Závěr

Oceňování podniků představuje jednu z významných oblastí finančního řízení firmy. Celý tento proces je velmi náročný a vyžaduje nejen znalost teorie, ale zejména zkušeného odhadce a kvalitní informace, na nichž je úspěšnost ocenění výrazně závislá.

Cílem diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty společnosti AVL Moravia s. r. o. k 1. 1. 2011 vybranými výnosovými metodami pro účely vlastníka.

Celá práce byla rozdělena do tří hlavních kapitol. První část byla věnována teoretickým základům ocenění, základním pojmům a doporučenému postupu ocenění včetně bližšího popisu jednotlivých kroků. Stěžejní část byla zaměřena na jednotlivé metody ocenění podniku. V závěru kapitoly byla popsána analýza citlivosti užívaná k hodnocení vlivu změn vstupních parametrů na výslednou hodnotu firmy.

Ve druhé části byly prakticky aplikovány teoretické poznatky z předchozí kapitoly. V úvodu byla stručně představena společnost AVL Moravia s. r. o., její historie a současnost. Dále byla provedena strategická a finanční analýza s využitím dat za období 2006 až 2010. V rámci strategické analýzy bylo posuzováno makroprostředí a mikroprostředí. Finanční zdraví podniku bylo analyzováno zejména prostřednictvím poměrových ukazatelů, ze kterých vyplývá, že má podnik nízkou úroveň rentability, likvidity a finanční samostatnosti a vysokou úroveň zadluženosti. Vývoj ukazatelů rentability je zapříčiněn negativním vývojem výsledku hospodaření. Ukazatele aktivity rovněž vykazují, vzhledem ke struktuře majetku, nepříznivé hodnoty, které jsou však ovlivněny délkou výrobního cyklu testovacích zkušeben, jež tvoří převážnou část výroby podniku. Při posuzování zadluženosti a likvidity je nutné mít na paměti, že značná část krátkodobých závazků je tvořena krátkodobými půjčkami od mateřské společnosti, k jejichž splácení dochází pouze tehdy, kdy má společnost přebytek pohotových peněžních prostředků. Likvidita podniku je rovněž do značné míry ovlivněna povinnostmi odvádět na konci každého roku část pohotových peněžních prostředků ve prospěch mateřské společnosti. Na strategickou a finanční analýzu navazuje SWOT analýza, pomocí níž jsou posuzovány silné a slabé stránky a příležitosti a hrozby, dané prostředím, v němž se podnik nachází. Další část byla věnována sestavení dlouhodobého finančního plánu výkazu zisku a ztráty, rozvahy a výkazu cash-flow na období 2011 až 2015 a stanovení nákladů kapitálu dle stavebníkové metody Ministerstva průmyslu a obchodu. Hodnota podniku je pak zjištěna dvoufázově pomocí výnosových metod *DCF-Equity* a analytickou metodou čistých kapitalizovaných zisků.

Čtvrtá část práce byla zaměřena na zhodnocení dosažených výsledků a posouzení citlivosti výsledné hodnoty na změnu vstupních dat. Prostřednictvím metody *DCF-Equity* a metodou čistých kapitalizovaných zisků je zjištěna hodnota vlastního kapitálu. Ten je v obou případech účetně nadhodnocený, neboť účetní hodnota vlastního kapitálu k 31. 12. 2010 je 33 998 tis. Kč, zatímco pomocí metody *DCF-Equity* činí 29 072 tis. Kč a analytickou metodou čistých kapitalizovaných zisků byla zjištěna ve výši 11 431 tis. Kč. Vzhledem k tomu, že obě metody vycházejí z budoucích predikovaných dat, jejichž vývoj nelze určit se stoprocentní pravděpodobností, byla na závěr provedena analýza citlivosti, pomocí níž jsou stanoveny hodnoty vlastního kapitálu, v nichž by se měla společnost pohybovat. Dle metody *DCF-Equity* je tento interval stanoven ve výši od 27 328 tis. Kč do 30 816 tis. Kč a u analytické metody čistých kapitalizovaných zisků by se hodnota vlastního kapitálu měla pohybovat od 10 745 tis. Kč do 12 117 tis. Kč.

Seznam použité literatury

Knižní publikace

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2nd ed. New York: Wiley & Sons, 2006. 685 s. ISBN 0-471-75121-9.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.

KISLINGEROVÁ, Eva. a kol. *Manažerské finance*. 2. přepracované a rozšířené vyd. Praha: C. H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2.vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0.

MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé – Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

ZMEŠKAL, Zdeněk a kol. *Finanční modely*. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-86119-87-4.

Elektronická publikace

AVL MORAVIA s. r. o. *AVL* [online]. [15. 3. 2011]. Dostupné z:
<http://www.avlcechy.cz/info-moravia.html>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. ČNB: *ARAD – Systém časových řad* [online]. ČNB [19. 3. 2011]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_KOREN

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSÚ: *Makroekonomické údaje* [online]. ČSÚ [20. 3. 2011]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/statistiky>

EUROSTAT. *Statistics by theme* [online]. [25. 3. 2011]. Dostupné z:
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes>

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. ECB: *Key interest rates* [online]. ECB [23. 3. 2011]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. MPO: *Panorama zpracovatelského průmyslu za rok 2008* [online]. MPO [28. 3. 2011]. Dostupný z WWW:
download.mpo.cz/get/39990/44491/540328/priloha001.pdf

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. MPO: *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2007* [online]. MPO [2. 4. 2011]. Dostupný z WWW:
<http://www.mpo.cz/dokument43538.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. MPO: *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2008* [online]. MPO [2. 4. 2011]. Dostupný z WWW:
<http://www.mpo.cz/dokument66391.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. MPO: *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009* [online]. MPO [2. 4. 2011]. Dostupný z WWW:
<http://www.mpo.cz/dokument76325.html>

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *MPO: Finanční analýza podnikové sféry za rok 2010* [online]. MPO [2. 4. 2011]. Dostupný z WWW:
<http://www.mpo.cz/dokument89407.html>

Seznam zkratek

| | |
|-------|---|
| A | aktiva |
| APV | upravená současná hodnota |
| BU | bankovní úvěry |
| BV | účetní hodnota vlastního kapitálu |
| C | kapitál vázaný v aktivech |
| CAPM | model oceňování kapitálových aktiv |
| ČPK | čistý pracovní kapitál |
| ČR | Česká republika |
| DCF | diskontované cash flow |
| DDM | dividendový diskontní model |
| DIV | dividenda |
| EAT | čistý zisk |
| EBIT | zisk před zdaněním a úroky |
| EBT | zisk před zdaněním |
| EU | Evropská unie |
| EVA | ekonomická přidaná hodnota |
| FCF | volné finanční toky |
| FCFD | volné finanční toky pro věřitele |
| FCFE | volné finanční toky pro vlastníky |
| FCFF | volné finanční toky pro vlastníky a věřitele |
| HDP | hrubý domácí produkt |
| GmbH | Gesellschaft mit beschränkter Haftung |
| IČ | identifikační číslo |
| INV | investice |
| Kč | korun českých |
| mil. | milión |
| MLF | marginal lending facility |
| MVA | tržní přidaná hodnota |
| NOA | čistá operativní aktiva |
| NOPAT | výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní |
| OBL | obligace |
| OKEČ | odvětvová klasifikace ekonomických činností |

| | |
|-------|------------------------|
| OZ | odnímatelný čistý zisk |
| p. b. | procentní body |
| PH | pokračující hodnota |

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Seznam příloh

| | |
|------------|--|
| Příloha 1 | Rozvaha za období 2006 až 2010 (v tis. Kč) – aktiva |
| Příloha 2 | Rozvaha za období 2006 až 2010 (v tis. Kč) - pasiva |
| Příloha 3 | Výkaz zisku a ztráty za období 2006 až 2010 (v tis. Kč) |
| Příloha 4 | Výkaz cash-flow za období 2006 až 2010 (v tis. Kč) |
| Příloha 5 | Horizontální analýza rozvahy za období 2006 až 2010 – aktiva |
| Příloha 6 | Horizontální analýza rozvahy za období 2006 až 2010 - pasiva |
| Příloha 7 | Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty za období 2006 až 2010 |
| Příloha 8 | Vertikální analýza rozvahy za období 2006 až 2010 (v %) - aktiva |
| Příloha 9 | Vertikální analýza rozvahy za období 2006 až 2010 (v %) - pasiva |
| Příloha 10 | Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty za období 2006 až 2010 (v %) |
| Příloha 11 | Plán rozvahy na období 2011 až 2015 (v tis. Kč) - aktiva |
| Příloha 12 | Pán rozvahy na období 2011 až 2015 (v tis. Kč) - pasiva |
| Příloha 13 | Plán výkazu zisku a ztráty na období 2011 až 2015 (v tis. Kč) |
| Příloha 14 | Plán výkazu cash-flow na období 2011 až 2015 (v tis. Kč) |
| Příloha 15 | Výpočet změn parametrů citlivosti – DCF-Equity |
| Příloha 16 | Výpočet změn parametrů citlivosti – analytická metoda čistých kapitalizovaných zisků |